全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美国麦格劳－希尔股票经典系列

一本书读懂

卖空交易

［美］汤姆·托利 著
顾小存 译

All About Short Selling



McGraw Hill Education

本书包括你卖空必须知晓的一切——
如何管理由卖空带来的风险
做空交易所交易型基金、期权和期货的技术
评价卖空资产投资组合的战略



经济科学出版社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一本书读懂卖空交易

[美] 汤姆·托利 著
顾小存 译

经济科学出版社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图书在版编目（CIP）数据

一本书读懂卖空交易/［美］汤姆·托利著；顾小存译. —北京：经济科学出版社，2011. 12
ISBN 978－7－5141－1279－5

Ⅰ. ①一… Ⅱ. ①托…②顾… Ⅲ. ①股票交易－基本知识 Ⅳ. ①F830. 91

中国版本图书馆 CIP 数据核字（2011）第 236326 号

责任编辑：周胜婷
责任校对：刘欣欣
技术编辑：王世伟

一本书读懂卖空交易
［美］汤姆·托利 著
顾小存 译
经济科学出版社出版、发行 新华书店经销
社址：北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编：100142
总编部电话：88191217 发行部电话：88191540
网址：www. esp. com. cn
电子邮件：esp@ esp. com. cn
北京东海印刷有限公司印装
787×1092 16 开 14. 5 印张 240000 字
2012 年 5 月第 1 版 2012 年 5 月第 1 次印刷
ISBN 978－7－5141－1279－5 定价：38. 00 元
（图书出现印装问题，本社负责调换）
（版权所有 翻印必究）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目　　录

第一章　什么是卖空以及卖空如何有助于您投资 …………………… 1
第二章　卖空的特征 ……………………………………………………… 11
第三章　卖空的风险与成本 ……………………………………………… 25
第四章　基础分析 ………………………………………………………… 37
第五章　卖空者的基本会计分析 ………………………………………… 53
第六章　解析资产负债表 ………………………………………………… 69
第七章　损益表 …………………………………………………………… 89
第八章　现金流量表 ……………………………………………………… 103
第九章　技术分析 ………………………………………………………… 113
第十章　预测熊市 ………………………………………………………… 129
第十一章　交易战略 ……………………………………………………… 141
第十二章　期权的做空交易 ……………………………………………… 155
第十三章　做空大宗商品 ………………………………………………… 167
第十四章　用共同基金、对冲基金、交易所交易型基金和
　　　　　逆交易所交易型基金做空 …………………………………… 181
第十五章　特殊卖空情况 ………………………………………………… 195
第十六章　风险管理 ……………………………………………………… 205

术语 ……………………………………………………………………… 215

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一章 什么是卖空以及卖空如何有助于您投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

关键概念

- 为什么要卖空
- 什么是卖空
- 如何卖空
- 卖空的历史

理财人士的主要信条之一是着重进行长期投资。他们认为，随着时间的变迁，动荡的市场形势会稳定下来，股票的价值会稳步增加。这种买入并长期持有战略可以带来平均7%～8%的回报率——而这种回报是包括分红的。历史经验似乎是如此告诉我们的。

但事实真的是这样吗？股市可能在10年甚至20年间停滞不前吗？是的，有这种可能。但是请别忘了，2000～2010年间的10年常常被称为“下跌的十年”，期间标准普尔500指数平均每年下跌0.5%（当然，扣除通货膨胀因素后跌幅更加惨重）。就算是20世纪30年代美国经济大萧条期间都没有出现这种情况。

的确，数据可能有误导性，因为2000年是牛市的巅峰。如果从2002年开始比较，数据会更有说明性。不过，为业内人士所认同的是，2000～2010年的10年极不稳定。总体来说，这10年间股市有过两次主要下跌，即2000～2002年和2007～2008年。这10年也见证了各种负面事件，如房地产泡沫破裂、美国安然公司和世界电信公司的会计丑闻、“9.11”恐怖袭击、伊拉克和阿富汗战争，以及两次经济衰退。

但可能有两个“下跌十年”吗？回顾美国历史，这并非没有前例。比如，1929年的经济崩溃导致了旷日持久的熊市。直到1954年，道－琼斯工业指数才恢复。另一个例子是1964～1982年间的另一次熊市，这次熊市严重挫伤了市场。日本也有过这种糟糕的事例。自从1989年开始日经指数下滑，股市的市值现在依然比巅峰时期缩水了75%。

不幸的是，美国经济目前面临着重大阻碍，使股市很难有重大收益。想想太平洋投资管理公司的顶尖理财专家托尼·克雷申奇、穆罕默德·阿勒艾瑞恩和比尔·格罗斯的观点吧。他们认为，美国经济在今后较长一段时期内会增长缓慢。原因之一是，2008～2009年间失去的工作岗位大多不会再恢复。汽车、房地产、建筑、零售等工业领域和金融业经历了重大结构调整。美国企业也学会了利用提高生产力的技术来减少雇员，以及将业务外包给中

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



国、印度等经济体。

另外，财富总量也在大幅度减少。自从美国资本总净值达到 66 万亿美元的峰值以来，到目前为止已经缩水了大约 10 万亿美元。这可能会拖累消费，特别是正值婴儿潮时期出生的人口老龄化并开始退休之时。这些婴儿潮出生的人们不想破产，故会着重选择比较保守的投资。经济增长的另一个阻力是监管的加强。诚然，金融体系几近崩溃意味着联邦政府必然会加大干涉力度。但这会给企业运营加大难度。虽然美国金融机构受到的监管会加强，但其信用扩展会受限。事实上，消费者仍然会承担沉重的债务负担。而且，经济增长预期越低，对信用的需要也越低。

经济救助的花费会导致更高的税收。因为经济发展一旦到了特定的阶段，联邦政府势必要采取行动，降低不断膨胀的财政赤字。由于婴儿潮时期出生的人进入退休高峰——这意味着更高的医疗和社会保障津贴——寻求减少开支的方法将更加艰难。

面对潜在的挑战——以及全球经济的复杂性——投资者将来可能会面临更多的风险和不稳定性。这并不是说投资者应避免操作股票或将钱投于安全性极高的证券，如美国国债。事实上，这意味着很重要的一点是将眼光放长远，不能仅仅停留在购买证券上——考虑如何在投资价值降低的情况下获取收益。当然了，其中一种有效的方法就是利用卖空投资技巧。

坏股票多，好股票少？

虽然每个投资者都可能有鸿运当头之时，但这种情况通常不能持久。只有少数投资者能够 10 年来一直成为股市的佼佼者，如沃伦·巴菲特和彼得·林奇。即使是这些创造了奇迹的人——比如比尔·米勒——也常常遇到收益下滑的时期。

要得到高于市场回报的收益，关键是找到几只明星股票。选择诸如早期的星巴克或微软之类的股票可以帮助投资者优化投资组合抵消亏损。林奇给这些投资取了一个著名的名字——“十倍股”（因为它们的价值增长 10 倍，甚至更多）。

有望管理巴菲特价值 1000 亿美元的投资组合的李路就是一个榜样。自 1998 年开始，他的对冲基金年均复合回报率达 26.4%，相比之下，标准普尔的回报率是 2.25%。不过，其成功很大一部分源于对中国一家迅速壮大

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



的电池公司比亚迪公司的投资。① 无须说，发掘这种“本垒打”公司何其难也！事实上，李路一生也只找到这一个。其实，更大的可能是——甚至对顶尖投资者来说也一样——通常选择的股票会下跌。换句话说，卖空者收益的机会更多。

以下是黑星基金公司的一项研究结果。该投资公司研究了 1983 ~ 2006 年间全美股票的走势。由于该研究进行期间股市是大牛市，按理来说回报应该是比较丰厚的，但是结果恰好相反。大约 39% 的股票没有盈利，18.5% 的股票下跌至少达 75%，只有 1/4 的股票的价值不低于市值。②

为什么要卖空

直到最近，卖空一直是一个很少提及的话题。通常只有在股市大跌的时候，卖空才会在头条新闻中出现。股市出问题时，卖空者很容易成为被指责的对象，这也不足为奇。正因为如此，人们对卖空有许多误解。许多投资类书籍很少提到卖空，即使提到，所占的篇幅也很小。然而，2007 ~ 2008 年间的金融恐慌后，卖空越来越受到投资者的关注。它已经成为美国全国广播公司《财经频道》（CNBC）和《华尔街日报》、《巴伦周刊》（Barron's）等顶级出版物的每日话题。事实上，《美国全国广播公司财经频道》的知名记者荷伯·格林伯格经常进行卖空交易。

所以，即使你不进行卖空交易，了解这个话题也是很重要的。你或许没有意识到，你的一些投资可能事实上属于卖空交易。或者，你可以利用卖空的分析技巧，避开经不起大跌的股票。但是，如果你进行卖空交易——或者有意愿进行卖空交易——当然会得到重大益处。或许，卖空交易最大的益处是降低投资组合的整体风险。如果你投资组合中有 80% ~90% 是多头，那么卖空投资可以抵消股市大跌造成的部分损失。2007 ~ 2008 年间的金融恐慌期间，这种方法肯定对许多投资者大有裨益。另外，请记住，一些世界顶级投资者，比如对冲基金的经理们，通常采用卖空交易来平衡投资组合里的弱项。亿万富翁乔治·索罗斯和朱利安·罗伯特森就是典范。

卖空交易还可以带来快速回报。通常情况下，股票总是跌幅比涨幅大，

---

① http://online.wsj.com/article/SB10001424052748703977004575393180048272028.html? dbk.
② http://www.blackstarfunds.com/files/TheCapitalismDistribution.pdf.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



速度也更快。原因之一是一旦有不利消息传出时，投资者便会恐慌，并抛售大量股票。而在这种情况下，很难找到买家。

事实上，卖空交易证券已变得越来越容易了。华尔街已经引进了一些创新形式，如交易所交易型基金（ETF）。这样，投资者在股指降低的时候也能获得收益。另外，卖空交易还能应用到房地产、商品领域中。虽然卖空有这些好处，投资者还是不太愿意进行卖空交易。人们普遍认为卖空交易风险大，而且不太清楚交易过程。有趣的是，有些投资者觉得卖空交易股票是非美国式的做法。还有些人认为卖空交易者是2008年金融震荡的罪魁祸首。不管怎样，事实是，卖空交易在任何现代市场上都很常见，而试图使之非法化的行动通常都失败了。

什么是卖空?

卖空在世界股票市场普遍存在。若想了解这种活动，可以参看2010年6月中旬纽约证券交易所的股份卖空活动。卖空股票总量达180亿股，占流通股的4.75%。然而，虽然卖空交易占股市的很大一部分，事实上许多投资者对交易过程仍不太清楚。也许主要原因是它听起来与直觉相悖。怎么可能在股价下跌时获取收益呢？事实上，这是可能的，因为卖空交易反转了购买股票的过程。也就是说，你先卖出股票，之后再买入①——最好是以更低的价格买入。这样，你就能在交易中获益。

我们再详细解释这个问题。首先，投资者必须找到可以借的股票。这被称做“定位”或“借入”。几乎所有经纪公司都有专门从事这种证券的部门。请记住，借入股票如果不是不可能的话，也是十分困难的。比如，一只股票已经严重卖空，经纪公司不愿涉入交易。或者，一只股票交易尚少，因此可以卖空的股票也很少。这样，投资者就可以选择其他途径。途径之一是购买“看跌期权”。这种证券可在标的证券下跌时升值。另外，投资者可以就某一指数或甚至是股票签订期货合同。

这些方法都可以在杠杆作用的影响下快速产生利润，投资者只需将合同的总体价值提高5%～50%。但是，如果交易不成功，损失当然也是惨重的。

① 译者注：这里原文还是“卖出”（sell），显然是错的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



假设你可以借到 XYZ 公司的股票，你觉得这只股票在几个月后会下跌。你必须首先建立保证金账户，在账户里存有足够的资产。这通常需要 5000 美元或更多。然后，你以每股 40 美元的价格借入 100 股 XYZ 公司的股票。然后，你卖出股票，得到 4000 美元收益。这个过程通常可以在几分钟甚至几秒钟完成。本次交易产生的收益会以证券形式存入账户中。假如几个月后，XYZ 公司的股票跌到 30 美元，你可以通过“补回”空头获取收益。也就是说，你以 30 美元的单价购买 100 股，还给你的经纪公司。这样，你可以获取 1000 美元利润（4000 美元减去 3000 美元）。

卖空的争议性历史

卖空交易并不是新兴事物。16 世纪晚期，当证券交易所在欧洲出现时，卖空交易就开始了。当时最繁荣的股市在阿姆斯特丹，那里的股票市场在当时历经了大规模的牛市。在那个令人心醉的时期，东印度公司是一家顶尖公司。即使是在当时大牛市的情况下，也有像艾萨克·乐迈赫这样的投机分子。他是一个精明的商人，很清楚公司的价值，也知道如何预测危机。

根据调查，乐迈赫认为东印度公司将会经历一次大跌。所以，他大量地卖空股票，四处散播该公司的负面谣言。1610 年，东印度公司的股票惨跌，证明他是正确的。这个事件影响深远，导致牛市结束。投资者在寻求原因时，将矛头指向了乐迈赫和其他卖空者。结果，荷兰政府禁止了卖空交易。但这项禁令毫无用处，因为投资者发明了极具创造性的规避规则。

卖空的争议和禁令并没有就此结束。美国股市也经历过几次争斗。第一次禁令颁布于 1812 年，当时美国正苦陷于国内南北战争。但之后投资者还是发现了禁令的漏洞。另一个有利于卖空的条件是，纽约证券交易所当时还不太活跃，股市只有几十个公司交易。因此，19 世纪 50 年代末，美国政府终止了卖空禁令。

内战结束后，美国股市随着国家工业化进入了繁盛阶段。铁路以及其他工业公司从华尔街筹集了大量资金。当时，新的发明层出不穷，如电报和股票交易显示带。于是美国逐渐成长为一个经济超级大国。同时，股市交易也变得越来越复杂。由于监管不力，许多企业家——被称为“强盗贵族”——聚敛了大笔财富。而且，股市操控、虚假谣言甚至行贿也是他们惯用的手段。当时的环境的确称得上是弱肉强食。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



丹尼尔·德鲁就是其中之一。他虽然是个文盲，但对囤积财富有着天生的敏感。他最终与杰·古尔德和吉姆·费斯克联手，在股市上投机——购买股票，进行卖空交易。他们唯一的目标就是尽量多地赚钱。

企业主管也参与了这种有争议的股票交易活动，当然，这不足为奇。美国钢铁和电报公司的总裁约翰·盖茨就是一个例子。他意识到公司发展开始变缓，作出了减产和裁员的决定。同时，他卖空本公司的股票，大赚了一笔。

即使是在几次主要的市场崩盘和萧条中，美国政府也没有采取任何措施限制卖空。原因之一是对自由市场的信仰。投资者不该赚钱吗——即使是在市场下滑之时？但随着 1929 年股市大崩盘和大萧条时期的经济低迷，这种态度也改变了。到 1933 年，道－琼斯工业指数暴跌了令人震惊的 89%。

就在这些经济举步维艰的时期，一些人还是通过卖空赚了一笔。杰西·利弗莫尔就是其中之一。他对股票走势有着过目不忘的本领。因此，他能够看清股市走向，这最终成为“技术分析”的基础。1929 年，利弗莫尔进行了他最大的交易。他通过卖空在股市赚了 1 亿美元。不过，这是个得不偿失的胜利。美国公众认为他是导致股市崩盘和经济出现严重问题的罪魁祸首。结果，利弗莫尔雇了保镖，最终在 1940 年自杀。

除了利弗莫尔外，还有一个华尔街交易者在 1929 年股市崩盘中大赚了一笔：伯纳德·巴鲁克。他甚至还就此写了一本书，叫《卖空交易和证券操控》。他试图在书里证明卖空无害。比如，他论证了这个概念在许多领域内都普遍存在。想想看，不是有许多农民还没种植就先卖掉作物吗？不是也有建筑者在房屋建好前卖期房吗？

巴鲁克虽然为卖空作了以上辩护，却没有在这个问题上取得太多成功。他尽量让自己的交易活动保持低调，这绝对是明智之举。他之后成为哈定、柯立芝、胡佛三位总统的顾问。这次股市崩盘之后，国会和罗斯福总统制定了大量的联邦证券监管措施，成立了证券交易委员会（CSEC）。更重要的是，联邦政府设立了针对卖空交易的众多监管措施，如“报升规则”（即股票下跌时进行卖空是非法的）和保证金账户要求，以降低风险和不稳定性。但这些改革对阻止卖空无济于事。

事实上，到 20 世纪 50 年代对冲基金出现时，卖空的行为在华尔街已经是比较普遍的了。对冲基金经理在多变的市场上熟练地进行卖空交易。有趣的是，他们会把目标定在可口可乐、通用电气公司、麦当劳等品牌公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



20 世纪 80 年代，卖空又有了一个重要发展：卖空基金。这是由马特·费西巴赫、科特·费西巴赫和乔·费西巴赫三兄弟发明的。他们所做的就是寻找卖空机会——他们当然对此很熟练。同时，他们也进行大量的调查研究。

费西巴赫兄弟有时会发现诈骗阴谋。这其中就包括从事地毯清洁的百斯特公司，由于该公司很快破产，因此为费西巴赫兄弟带来了相当大的利润。这些成功使费西巴赫兄弟筹集了一笔 10 亿美元的基金。但随着 20 世纪 90 年代牛市恢复，回报逐渐缩小，该基金最终开始转向多头。

另一个著名的卖空基金出现于 20 世纪 80 年代，是由吉姆·查诺斯创建的尼克斯联合基金公司。他被认为是那一代最著名的卖空投资人。值得一提的是，他从卖空安然公司和波士顿市场连锁公司中赚了一大笔。

卖空的益处

虽然卖空饱受诟病，但事实上这种交易方式也有许多益处。不管怎样，它对现代市场的运行有至关重要的作用。2008 年年末，美国政府禁止卖空，事实上只是局限于大约 800 只金融股票。同时，禁令还规定了许多例外，比如为买家和卖家报价的做市商。正如伯纳德·巴鲁克曾经说的：“要想利用自由市场的优势，市场上必须既有买家又有卖家，既有牛市也有熊市。没有熊市的股市就像没有自由媒体的国家。那样，将没有人批评和限制，从而会导致灾难性的虚假乐观主义。”

另外，卖空还有利于降低资产泡沫。事实上，如果房地产业的卖空容易一些，房地产泡沫的影响可能不会这么严重。不过，约翰·鲍尔森等投资高手能够利用高级金融工具——衍生品——卖空房地产次贷市场。他靠此赚取了数十亿美元。有趣的是，大卫·埃因霍温和威廉姆·艾克曼等卖空投资人却发现部分公司有欺诈投资者的行为，如波士顿快餐连锁店、疯狂艾迪电子公司、阳光电子公司和安然公司。

卖空还可以使投资组合的“套期交易”成为可能，以使在股市下跌时保护收益。而且，这也是发挥高级投资战略的有效方式。“套利”是其中一种方法。同一种或类似证券存在价差时，这种方法可以创造利润。这种交易通常很迅速，因此需要高级的计算机系统来支持。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



裸卖空

虽然卖空有许多益处，但这并不意味着它是完美的。就像其他任何大市场一样，进行有争议性甚至非法活动的投资者总是存在着。投资者没有借入标的股票便进行卖空交易时，就成为“裸卖空”（也被称做“交付失败”交易）。投资者这样做可能是因为难以找到可借的股票，或者卖空股票价格昂贵。不过，在美国股票交易——以及许多其他国家股票交易中——裸卖空是违法的。这也是美国证券交易委员会 SHO 监管条例规定的。为什么要这样呢？原因是该委员会认为裸卖空可能导致无限空头，最终导致股价暴跌。事实上，2007～2008 年的金融恐慌中，裸卖空曾经备受苛责。

尽管如此，争议仍然存在。许多公司和交易者认为裸卖空很普遍，但法律却很少制裁这种行为。事实上，交付失败的交易突然上升可能表明某只股票的裸卖空很严重。例如，美国证券交易委员会 SHO 提供了一份“门槛证券表”，列着超过 0.5% 的流通股票在 5 个交易日内连续交付失败的股票。颇具讽刺意味的是，卖空者把这个表当做卖空公司的操作指南。

争议很可能会像以前一样继续存在。但卖空交易作为一个有效的投资工具依然是不可否认的事实。从本章中可以看出，它不仅利于赚取巨大收益，而且还可以对投资组合进行保值。我们会在下一章阐述卖空交易中的重要概念，如保证金账户和税收问题。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二章　卖空的特征

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

关键概念

- 现金和保证金账户
- 资本收益和损失
- 无价值的证券
- 卖空交易扣除
- 保管箱抵押

由于卖空是个专业领域，最好花时间选择一个经纪公司。你可以从谷歌里搜索，选择一个名字中带有“卖空”（short selling）的公司。这是一个很好的开始。你缩小公司选择范围时，可以参照经纪公司调查结果，如《巴伦周刊》或《美国财经杂志》。另外，还可以在美国金融业监管局的经纪记录中核查某公司的监管历史。（www.finra.org/Brokercheck 或者致电 800－289－9999）

进行卖空首先需要建立一个现金账户和一个保证金账户。尽管建立账户的过程涉及很多细节，但并不复杂。很重要的一点是不要鲁莽行事。当然了，如果你有任何问题，可以询问经纪公司。注意，你咨询的时候一定要选择对卖空交易比较熟悉的保证金专家。最后是税收问题。在卖空交易中，税收问题是关系到最终投资回报率（ROI）的重要因素。有许多规则可以限制交易中的税收优惠和潜在扣除。

现金账户

现金账户是最基本的经纪账户，也是你卖空前必须建立的第一个账户。建立账户的过程很简单，表格只有几页。你要在表格中填写社会保障号、工作经历、投资经历和目标、年收入和净值。这些问题看起来有些涉及私人问题，但经纪公司别无选择。它们必须遵守许多规则，其中最重要的一条就是“了解客户”。

当然了，经纪公司需要告知国家税务局和当地的税收部门。甚至还有要求规定防范潜在的恐怖主义威胁，例如《美国爱国者法案》。基于以上原因，你必须填写真实信息。这一点非常重要，尤其是在你和经纪公司产生纠纷时。同所有的经纪账户一样，现金账户也需要仲裁。第三方会在听证会上

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



作出最后裁决。如果有证据显示你错填任何信息，你就可能会功亏一篑。

现金账户表格还会询问你是否在任何上市公司内任职，即拥有 10% 或更多的股份，或担任行政职务。为什么这很重要呢？因为你不能卖空你所任职的公司股票。

你提交现金账户表格后，经纪公司需要一个最低额存款。每个经纪公司对最低额的要求不同，通常在 1000 美元到 5000 美元之间不等。钱存入后首先会进入货币市场基金，该存款将在货币市场基金里为你赚取利息。

保证金账户

你可以通过保证金账户向经纪公司借入基金。一般来说，保证金账户里的现金和证券都可以作为借入的抵押。保证金贷款可以用于很多方面，比如，可以借钱买消费品，如汽车或船。或者，如果你的现金流动暂时有困难，你可以用保证金账户解决现金需求——如付账单。当然了，建立保证金账户最主要的用途是借钱买股票。卖空也必须建立保证金账户，因为有了保证金账户，就可以向经纪公司借股票。

普通的消费贷款或信用卡要求客户定期还款，但保证金贷款不同。只要账户里的抵押充足，保证金贷款可以无限延续。事实上，投资者持续进行保证金贷款很常见。不过，投资者还是需要每月支付保证金贷款的利息。

基于风险原因，保证金账户管理十分严格。这意味着其过程有些复杂。针对保证金账户的主要法律是 T 规则（Reg T）——1934 年《证券交易法案》的一部分。虽然美联储有权修改要求，但这很少发生。T 规则的许多要求几十年来都没有改变过。另外，经纪行业已经在这些规则之外制定了自己的保护措施。其中重要的一条是，保证金账户里的所有证券必须以“街名”（street name，“行号代名”）注册。简单来说，这就是说股票凭证由经纪公司保留，这是最常用的一种方法。这对投资者有益，因为一旦股票凭证丢失，补办将会既费钱又耗时。

通过以“街名”注册证券，投资者会从中受益颇多。你可以选择限价单或止损单。这是可以使投资者在交易中谋得一个好价位或将损失限制在一定范围内的复杂方法。另外，你也可以从经纪公司得到更多最新信息。如果经纪公司失败，甚至还有保险保护作为保障。

保证金账户的另一个重要规则是“担保契约”。这意味着你允许你的经

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



纪人用你账户里的证券进行贷款。同时，你也要同意“再担保契约”，即你的经纪人可以用你账户里的证券从外部借贷来源进行贷款。担保契约和再担保契约都使经纪公司能够更便捷地进行卖空交易。

投资组合的杠杆作用

要理解保证金账户，知道如何使用它购买证券很重要。比如，你认为XYZ公司的股票在接下来的6个月将会上涨。你的账户里目前有10000美元。你可以以每股100美元的价格购买100股XYZ股票。但如果你想买200股呢？如果有保证金账户，你就可以这样做。根据T规则，你可以借入投资组合中非保证资产价值一倍的资金以购买更多的股票。公式如下：

非保证资产÷50%

具体过程如下：你订购200股XYZ公司的股票。这样的话，经纪公司会借给你10000美元进行交易，即负债余额。然后，你可以用账户里的10000美元买另外100股。这样，你的账户里还有10000美元资产净值。

市场价值	20000美元
负债余额	10000美元
资产净值	10000美元

如果你的分析是正确的，XYZ公司的股票翻倍了。那么你的账户情况将会如下：

市场价值	40000美元
负债余额	10000美元
资产净值	30000美元

可以看出，你最初的10000美元投资增长了3倍。如果没有杠杆作用的话，你的收益会只有2倍。但平衡作用是把“双刃剑”。

假如，XYZ公司的股票跌至50美元：

市场价值	10000美元
负债余额	10000美元
资产净值	0美元

这样，你最初的10000美元投资也会失去！

可以看出，保证金交易的风险是巨大的。所以，经纪公司才采取防备措施——通常超出T规则的要求。1929年股市崩盘的原因之一就是保证金交

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



易泛滥。甚至连 2007 ~ 2008 年间的重大金融问题很大程度上也是由于投资者的借入过高。

由于保证金交易风险很高，经纪公司有权对你进行信用核查，这当然是合理的。如果根据核查报告结果，你被拒绝开户，你有权提出异议，并获得一份报告副本。信用报告出错是很常见的。

“借入”和初始保证金要求

你决定卖空一只股票时，需要确保能够找到可借的股票。经纪公司的借贷部门负责处理此事。其会从现有保证金账户中的股票中抽取或寻求其他公司。这被称做“出借股票”市场，是华尔街盈利的一个重要来源。

你借入股票后，需要确保符合初始保证金的要求。你的账户下会有一个副账户用于卖空交易，以使投资者更便利地交易。根据 T 规则，初始保证金要占卖空收益的 50%。

因此，你卖出借入的股票得到收益后，必须留出至少 50% 的额外现金或证券，作为保证金账户里的“贷方余额”。之后，你可以指定 100% 的卖空收益作为保证金账户的信用，代表贷款的担保。你不能使用这些资金——除非完成“空头回补”。

举个例子。假如你以每股 50 美元的价格卖空 100 股 XYZ 公司的股票，获得 5000 美元收益。根据 T 规则，你需要在保证金账户里存入至少 2500 美元。而且，你需要及时地存入这笔钱，通常是 3 个交易日内——但不能超过交易后 5 个交易日。如果这些要求没有达到，经纪人可以“砍仓”（unwind the position）。

这项交易会在你的保证金账户里如下显示：

交易	价格	收益	保证金要求	卖空账户贷方余额
100XYZ	50 美元	5000 美元	2500 美元	5000 美元

你账户里的担保必须至少与你空头的现值相当。否则，你必须加大现金或证券的存入量。这叫做“按市价计算”。

假如 XYZ 公司的股票升至 60 美元，你空头的价值降至 4000 美元。这样的话，经纪公司会要求你再存入 1000 美元。这会在你保证金账户里显示

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



为“借方”。

如果这只股票降至 50 美元呢？这时，要进行“反按市价计算”。你的账户里会收到 1000 美元的贷方余额。

XYZ 公司的股票降至 50 美元以下，你账户里的贷方余额增多会怎么样呢？你的购买力就可以增加，意味着你可以增加贷款购买股票或进行卖空交易。

如果 XYZ 公司的股票降至 40 美元。你的借方余额会变成 4000 美元，你将有 1000 美元的购买力。根据 T 规则，你有几种选择。首先，你可以从账户中取出 1000 美元。这样，你的借方余额会增至 5000 美元，达到 T 规则 50% 的最高限额规定。然后，你可以再买入 2000 美元股票，因为你可以再借入 1000 美元。结果是，你账户的市值会升至 12000 美元，借方余额会变为 6000 美元。最后，你可以用 2000 美元进行卖空交易。如上所述，你可以利用杠杠作用，将账户里的 1000 美元增值两倍。这种多余购买力也被称为“特殊契约账户”。多出的 2000 美元会进入这个账户。

卖空的过程无疑有很多动态因素。这意味着有时经纪公司会出错。所以，最好核查你所有的交易确认信息。价格和数量对吗？如果不对，请立即与您的经纪公司联系。

限制账户

保证金账户里的净值是市场价值和贷方余额以及借出买股票的数额之差。但如果市场价值降到 T 规则的 50% 要求以下，这个账户就会“受限”。

如果你原来账户里有 10000 美元市值和 5000 美元借方余额。但过几个月后，空头价格上涨，使市场价值降到 9000 美元。这样的话，这个账户就没有达到 T 规则的要求。即使账户受限制，你也可以继续进行证券的卖空交易。不过，你必须首先续存资金或证券。而且，如果你补回了空头，收益的 50% 必须用于降低借方余额。

补回空头

维持空头操作需要很多资金，保证金账户的利息就是其中一项支出。因

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



此，卖空者维持空头操作的期限一般不会超过一年。

结束空头的过程叫做“补回空头”（covering the short），这个过程包括多个步骤。比如 XYZ 公司的股票从 50 美元跌至 30 美元，即你盈利 2000 美元。要补回空头，你需要用保证金账户里的 3000 美元购买 100 股该公司的股票。经纪公司会持有这些证券并平空仓。这样的话，你的保证金账户不再有担保，而是会多出 2000 美元现金。这也是一种借贷，可以用于购买股票或进行卖空交易。

最低维持要求

如果你的投资组合里的卖空股票大跌会怎么样呢？你的经纪公司会有防范措施，主要的一条是“最低维持要求”。如果你低于这个标准，经纪公司会发出“追加保证金通知”，要求你增加现金或证券。如果你不遵守，经纪公司可以立即卖掉你账户里的证券。

对于卖空，最低维持要求是根据股价而定的，因为低价股不稳定，可能有喜人的涨幅。而且，这种股票易受空头逼仓影响，使股价大幅增长，加重账户的总体损失。

卖空交易的规则如下：

■ **每股低于 5 美元的股票交易：**最低维持要求是 2.5 美元或同等于当前市场价值，选择较高的一个标准。

■ **每股 5 美元或高于 5 美元的股票交易：**最低维持要求是每股 5 美元或当前市场价值的 30%，选择较高的一个标准。

要理解这些规则，我们先看几个例子。比如你以每股 4 美元的价格买 100 股 XYZ 公司的股票。则最低维持要求为：

每股 2.5 美元	2.5 美元 × 100 = 250 美元
等同于当前市场价值	4 美元 × 100 = 400 美元

你必须支付较高的数目，即 400 美元。这就是账户的最低维持要求。

如果股价是 6 美元，那么计算如下：

每股 5 美元	5 美元 × 100 = 500 美元
当前市场价值的 30%	30% × 600 美元 = 180 美元

你需要支付 500 美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



保证金证券

并非保证金账户里所有的资产都可以用于抵押借入。仙股通常属于这种情况。一般情况下，这种股票交易量和市场价值都很小，比如低于1亿。但即使交易量超过1亿的股票也很难获得保证金贷款。如果市值超过10亿美元，那么保证金贷款会更容易得到。经纪公司也更倾向于把保证金贷款贷给在纽约证券交易所或纳斯达克等大型交易所交易的股票。这也包括国外的顶级交易所。不过，如果是纳斯达克的柜台交易市场或粉色板市场（Pink Sheets），经纪公司很可能会犹豫。

投资者还可以依靠其他资产贷款，如共同基金、公司债券和政府债券。不过，还有一些投资种类不接受保证金，如期权、年金、货币市场基金、贵金属、存款证明等。甚至还有些账户不允许保证金交易——也就是说，不能进行卖空交易，如个人退休账户、未成年人统一礼物行动账户、未成年人统一转移账户等。

税收和卖空交易

为了降低由免税代码潜在变化带来的影响，亿万富翁投资者爱德华·兰伯特考虑将价值8.64亿美元的股票分配给ESL合伙人对冲基金的投资者。他甚至还将大量的股份转移到赠与人保留年金信托，这种信托基金在赠与家庭成员时可享受税收优惠。这样可以省下数百万美元。[①]

这种战略在富裕的投资者中非常常见。但个人投资者呢？他们可能无法对税收累积做出重大贡献，但由于税收很可能会增长——因为财政赤字不断增长——而且赚取强劲回报也越来越困难，使用税收战略绝对是明智之举。

美国国税局对卖空交易的税收有特殊规定，不过这些规定对卖空并非完全有利（至少相比于买空来说）。

税收事务通常很复杂而多变。而且，对法庭决定的不同解读也很常见。

---

① http://www.bloomberg.com/news/2010-06-08lampert-may-avoid-obama-tax-increase-with-864-million-hedge-fund-payout.html.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



卖空的税收规则肯定也是如此。所以，在这些问题上寻求专业意见不失为一个好主意。不过，理解一些关键概念以避免问题和利用减税，也是很重要的。

首先，税率有两种。一种叫资本利得税，是针对投资的收益征税。如果投资者的投资维持一年以上，即可享受“长期资本利得”的优惠税率——10% ~15%之间。如果投资者的投资时间少于一年，投资者必须按照“短期资本利得”的普通税率缴税——10% ~35%之间。因此，投资者尽力寻求长期资本利得，以按较低的税率缴税。

可以用下面的公式计算资本利得或资本损失：

所得数额－调整基价＝所得或损失

这个计算对于买空的情况较容易。比如你以每股 50 美元的价格买了 100 股 XYZ 公司的股票，付 10 美元佣金。你的调整基价即为 5010 美元（100 股乘以 50 美元，再加上 10 美元佣金）。若股票上涨为 60 美元，你售出股票。所得数额会是 5990 美元（你需要减去 10 美元佣金），那么你的资本利得为 980 美元。如果你持股多于一年，资本利得税为 147 美元，即 15%乘以 980 美元。

如果你要卖空 XYZ 公司的股票，股价跌至 40 美元。你需要反转计算过程。最初的交易得出的所得数额为 4990 美元。一年后，你要补回空头。这意味着你的调整基价会为 4010 美元。你从中得到的资本利得为 980 美元。那么这个长期资本利得的税收是不是 147 美元呢？不是的。持股期只是你买股票的那几秒钟！这听起来有些残酷，但美国国税局就是这么理解的。换句话说，这次交易要按照较高的普通税率缴税。

保管箱抵押

通过卖空锁定股票利得叫做“保管箱抵押”（shorting against the box）。比如，你以每股 50 美元的价格购买 100 股 XYZ 公司的股票。几个月后，股价上涨到 70 美元。你觉得这只股票前景良好，但又担忧下一个季度报告。该公司似乎会与华尔街的估计不符，股价可能会下跌，所以你想要以 70 美元的价格卖空 100 股 XYZ 的股票。这样，你不会从这只股票的交易上赚取盈利或承受损失。买空和卖空相抵消，是完美的套期保值。

虽然从投资前景的角度看，这样做合乎道理，但可能会带来负面的税收

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



结果。美国国税局会觉得这次卖空对你的买空来说是“建设性售出”。这就是说你要为20美元的资本利得缴税。但也有例外。首先，这个规定对买空价值没有增加的情况不适用，也就是说没有资本损失。但保管箱抵押通常由想要保护利得的投资者运用。另外，如果你遵守时限规则，在年度开始后30天内平空仓，并持有股票——无空头——60天，这也不叫“建设性售出”。

让我们更详细地了解这个概念。比如11月10日，你以每股50美元的价格买了100股XYZ公司的股票。12月31日，你每股有20美元利得，要通过保管箱抵押卖空100股。1月20日，你补回空头。你可以将这100股再持有60天买空。这样，就没有“建设性售出”股票。所以，记录这种交易的时间非常重要。当然了，投资者也很容易错过期限。

最后，一些投资者通过卖空与买空类似的股票规避“建设性售出”。比如，你为了保护美国联合航空公司的股票利得，卖空美国航空公司的股票。这样做大多情况下能避开任何税收问题。不过，这不是一种完美的对冲。这两只股票可能会偏离，比如因为错误的管理决定。换句话说，美国联合航空公司的股票可能会下跌，美国航空公司的股票可能会上涨，但是这意味着你的投资会以损失收场。

无价值股票

所有做卖空的人终极目的都是：股票变得没有价值。你可以拥有最初售出的总收益，且收益会翻倍。但从税收角度看呢？答案是——股票变得没有价值那天——你必须具结利得或损失。

不过，这其中存在一个歧义，即何为“无价值”？有时一个公司破产了，股票还进行着仙股交易（trading for pennies）。但这只股票还有价值。事实上，这种交易可能持续多年。这样，做卖空的人可以不用缴税，直到这只股票正式宣布无价值，即不再进行交易。

虚抛规则

你可以将资本损失从资本利得中扣除，如果资本损失还有剩余，则可从

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



一般所得中最多扣除3000美元。由于税率在增加，这绝对是一个很好的税收优惠。但如果你违反了虚抛规则，则不能扣除资本损失。这种情况是你在出售日之前或之后的30天内买进大量相同证券。主要原因是美国国税局不希望纳税人通过即买即卖的交易避开缴纳资本利得税。

虚抛规则也适用于卖空交易。不过，这个过程有些复杂。为了帮助理解，我们先看一个例子。你以每股50美元的价格购买100股XYZ公司的股票。两个月后，你以每股40美元的价格卖空100股同公司的股票。几个月后，你又以同样价格买100股。这样，在15天内，你通过交付100股XYZ公司的股票，补回了空头。这样，你可以申报损失，因为那100股股票以50美元的单价购入，做空价格为40美元。但美国国税局不会认同，而会认为你的持仓没有任何重大改变。所以，你不会因为虚抛规则而遭受损失。

股息

如果你做空的股票支付了股息，那你必须将这些收入偿还给经纪公司，同时可以进行税收扣除。如果你要列举扣除额，便应如此操作。另外，你扣除的数额不能超过当年净利息收入（包括年金和提成）。

如果你在最初卖空的45天之内补回了空头，也会受到限制。不过，即使这样，你还能把股息收入加入到调整基价中。这样，你交易中的利得会降低，从而节省税收。

最后，你需要注意“大额股息”，即至少占卖空交易收入的10%。你不能扣除大额股息，除非将空头维持一年以上。

投资利息

根据美国国税局的说法，保证金账户中支付的利息叫做“投资利息”。国税局对这项支出的扣除有严格规定。首先，利息必须是为用于投资的借入资金支付。这样，卖空交易就不能算入。另外，你扣除的利息额不能超过你的净投资收入。对于多余的利息，你可以顺延到下一个纳税年度。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



总之，这些规则并不简单。所以，记录交易活动和向卖空交易专家寻求帮助非常重要。下一章，我们会讲到卖空交易的一些风险，这些风险不仅仅是在某只股票上下错赌注。你将会看到，卖空交易有一些独特的风险，如空头逼仓和补偿购入。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三章 卖空的风险与成本

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

关键概念

- 买卖差价的影响
- 保证金利率的成本
- 轧空头与无限损失的风险

对于大多数投资者而言，理解卖空交易需要花费一定的时间。但没有关系，即使是经验丰富的经纪商也不一定能对卖空交易理解得十分透彻。但是就整体而言，当今的股票市场仍然是一个做多市场。

随着电子经纪交易的兴起，进行卖空交易显然比以前更为便捷，一旦保证金账户设立完成，只需对几个按钮进行简单的操作，便能完成整个交易。但是交易的便捷性也会带来一些问题，投资者容易忽视交易中存在的各种风险，而这在一些情况下会造成巨大的损失。即使是最为成功的卖空者也曾经经历过巨大的挫折。因此在进行卖空交易前，投资者需要对未来的风险有一个清晰的认识。同时，投资者还要学会进行风险管理，而这部分内容将会在第十六章涉及。

买卖差价

买卖差价对于卖空者而言是一项基本成本（对于做多者而言也是如此），这个概念很重要但是时常被人们所忽视。下面将举例进行说明：

单位：美元

股票	上次交易	卖方价	买方价
谷歌	470.30	469.92 × 500	471.50 × 500

谷歌公司的股票是在纳斯达克证券交易所进行交易的，对这只股票进行卖空交易时，需要按照“市场买入价”（bid price）将其卖出。根据报价，一家“做市商”愿意以每股469.92美元的价格买进500股。在纳斯达克证券交易所，该做市商一方面买进谷歌公司的股票；另一方面将其卖出，买卖差价便成为做市商的利润来源。买卖差价对于外部投资者而言却是一项成本。当你以每股469.92美元的价格卖空谷歌的股票时，只有再次买入价格

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



不高于这个价格，投资者才能实现收支相抵。

纽约证券交易所同样存在买卖差价，但在纽约证券交易所不存在做市商，取而代之的是专门从事交易协助工作的金融公司，他们在实体交易平台上进行交易活动。

大型公司如埃克森美孚、微软，其股票买卖差价通常较小，因为这些股票都有着巨大的流动性。而一些中小盘股票，尤其是市值在5亿美元以下的企业，股票买卖差价通常较大，对投资者而言则意味着未来的利润较小。中小盘股是进行卖空交易的理想选择，卖空者可通过经纪商在买卖差价间设定限价单，尽管不确定能从中盈利，但还是值得尝试的。

保证金利率与佣金

如第二章所述，进行股票卖空时投资者需要建立保证金账户。投资者为进行卖空交易借入股票，需要支付相应费用。这些费用包括初始的借方余额，以及今后随着空头价值的下降而需要追加的借方余额。

保证金利率主要取决于账户中保证金贷款的数额，且随着当前利率的变化而变化。表3－1为2011年7月11日电子交易保证金利率表。

表3－1　　2010年7月11日电子交易保证金率

金额（美元）	保证金率（%）
1000000及之上	3.89
5000000～999999	4.14
250000～499999.99	5.14
1000000～249999.99	6.14
50000～49999.99	7.14
25000～49999.99	7.64
少于24999.99	8.14

投资者每进行一笔卖空交易，和做多交易一样都需要缴纳相应的佣金。各经纪商所收取的佣金不同，投资者可以比较选择。卖空交易的佣金取决于多种因素，包括股份数额、股价以及成交量，流动性较低的股票通常需要支付较高的佣金。其他保证金账户的费用还包括投资者因不合规行为而产生的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



费用，金额从 10 到 50 美元不等，这些行为包括账户透支核对，保证金追缴，延迟交易结算，低价值证券交易处理等。

投资者还会面临各种隐性成本，首先是抵押品。卖空者需要对交易进行 100% 抵押保证，资金将会被锁定，不得用于其他投资。而且当卖空账户价值下跌时，投资者还需要对账户追加保证金。

股利也是一个问题，卖空者借入股份时，借出者对其股利拥有所有权。因此卖空者需要将股利如数返还给股份借出者。所以卖空者通常会避免借入分发股利的股票。

证券投资者保护公司（SIPC）保障

如果经纪公司倒闭，会对投资者的卖空账户产生什么影响呢？和做多账户一样，卖空账户同样会得到来自证券投资者保护公司（SIPC）提供的保险服务。这家非营利性公司为投资者的账户提供安全保障，能为每个账户提供最大额度为 50 万美元的资金保障，其中 10 万美元用现金支付。但是公司并不对因为市场波动而造成的损失提供保险服务，它只在因突发事件导致经纪公司缺乏流动性而倒闭时，为投资者账户提供保险服务。

经纪公司通常也会根据账户金额和变动情况，为投资者账户提供额外的保险，以确保投资者账户得到足够的安全保障。投资者可以登录 http://www. sipc. org 获取更多有关 SIPC 的信息。

无限损失

华尔街有一句名言："投资者卖空股票，潜在的损失可能会无穷大，最大的收益仅仅是 100%。"这句话绝对让人心生寒意，但正如许多广为流传的名言警句一样，这句话也有它不准确的地方。

首先，卖空者所能获得的最大收益为 100%，这句话是正确的。在公司股票价值下跌到 0 时，也就是公司破产时，卖空者能获得最大收益，就是其初始投入的卖空资金。但是这种情况是绝少发生的，一般而言，大多数卖空者期望获得的收益在 10% ~20% 之间。

其次，卖空者潜在的损失会无穷大，这仅仅在理论上可能会发生。假设

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



在微软公司于1987年上市时，你就开始卖空它的股票，到现在为止你的损失将会高得不可思议。但这种情况不太可能发生。因为在极为不利的行情下，经纪商会为投资者自动解除卖空合约，以避免损失进一步扩大。

诉讼成本

这部分内容主要针对诸如对冲基金等大型投资者而言。卖空公司股票的投资者在公司存在欺诈行为的情况下可以对该公司提起诉讼，这种被称为“衍生诉讼”的诉讼行为在过去20年里已经屡见不鲜。同样的，公司也会对某些卖空者提起诉讼，耐人寻味的是公司对卖空者的诉讼通常意味着公司的确隐瞒着一些问题。

在一些案例中，一些卖空者甚至会散播有关公司的谣言，从而在卖空中获利。例如，马克·杰克布斯曾在地方性网站上散播依姆莱克斯公司CEO即将离职的假消息，他因而从卖空交易中获得了241000美元的收益。还曾经发生过投资者散布海洋世界的“鲸鱼表演明星生病”的假新闻事件。毋庸置疑，这些行为都是违规的。尽管获利相对较少，但是证券交易委员会还是对这些卖空者进行了跟踪调查。

股票借入

就算投资者已经选择好卖空目标，也不代表一定能完成交易，因为保证金账户还有其特殊要求。首先，保证金账户对交易量和公司风险有相应的规定，股票不一定能满足保证金账户的条件。其次，如果所选择的股票是现在的热门卖空股票，众多卖空者都在做空这只股票，经纪公司会优先将股票借予高端客户，如对冲基金，因而分到其他投资者保证金账户的股份就会很少。

软件生产商麦克斯特利在公司股票出现下滑时，公司CEO写信给股东呼吁股东不要抛售股票，结果是有效地遏制了投资者对该公司股票的卖空。

牛市

即使是在传统意义上的大牛市，卖空者也会有机会从中获利。股票在总

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



体上涨的趋势中，出现小跌和微调的状况是司空见惯的。除此之外，有些公司因未能贯彻执行公司战略或发生欺诈行为时，也会导致股票价格的波动。在股市出现泡沫时，当前股价虽然一路飙升，但是最终不可避免会发生大幅下跌。因为在市场达到投机点后，几乎所有股票无论优劣都在上扬，这显然不是一个正常的状态。

这在美国历史上发生过几次，一次是在 20 世纪 20 年代，一次是 20 世纪 90 年代。技术上的革新通常会引发新一轮的牛市。20 年代的牛市由收音机推动，而 90 年代的牛市则因互联网的兴起而引发。投资者面临的问题在于很难预判牛市何时终结，牛市有可能会持续好几年，如此长时间的牛市会给卖空者带来巨大损失。

即使是赫赫有名的吉姆·卡洛斯也曾在 20 世纪 90 年代那一轮大牛市的卖空交易中栽过大跟头。他非常冒失地做空美国在线公司的股票，尽管最终牛市过后，股市泡沫破灭，他的分析被验证是正确的。可惜他没能坚持那么长时间，他所拥有的做空基金资产在 1991 ~ 1999 年间缩水了 3/4。

平仓

投资者创建保证金账户，意味着投资者默认“平仓”（buy-in）这样一个行为。经纪公司可以在任何时刻，以任何理由要求投资者平仓。如果经纪公司决定抛售股票但是又没有足够的股份来填平空仓，便会要求投资者平仓。对于卖空者而言强制平仓绝不是个好消息。正因为如此，经纪公司会尽量避免出现这种情况。如果经纪公司在无计可施的情况下不得已进行平仓时，会从小客户着手，因为它们的交易量通常较小，所以影响也会较小。

轧空

在卖空交易中，有一些词是卖空者所不愿意听到的。“轧空”（short squeeze）也许就是其中最不吉利的一个字眼了。轧空对于卖空账户影响极大。当股票价格因为利好消息而出现陡然上升时，大量卖空者会蜂拥至股市进行平仓。他们会买入大量股票。换句话说，股票的价格会因为短时间的大量需求而急速上升，从而加剧了卖空者的损失。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



股票价格回归理性以及投资者卸下空头压力所需时间会受到股票总量和被做空股票数量的影响，从几天到数月不等。这对于投资者而言是一个备受煎熬的过程，因为投资者除了平仓外很少有其他的选择。

历史上最为触目惊心的轧仓案例发生在2008年，主角是大众汽车公司。2008年，因为经济衰退，大众汽车公司面临着许多问题。然而公司的股票价格依然持续上涨，因此包括赛克基金、绿光基金、格兰维尔基金在内的众多对冲基金公司大量做空大众汽车股票。然而随着德国证券法案的修订，情形急转直下，保时捷大量购入大众汽车股票，到2008年10月，保时捷对外宣布已经持有大众汽车高达94.2%的流通股份额。

卖空者对大众汽车12%的股票进行了卖空。换句话说，此时的做空者已经无法在市场上寻找到足够的股票进行平仓，大众汽车股票一路飙升。总市值达到4560亿美元，成为全球市值第一的公司。而卖空者的损失也数以十亿计。众多损失惨重的卖空者中，最令人惋惜的要数阿道夫·孟克尔了，在74岁高龄时他还拥有高达92亿美元资产。但在卖空大众汽车股票后，信贷危机突然爆发，阿道夫·孟克尔面临着严重的流动性困难。他不得不变卖资产，眼睁睁地看着奋斗一辈子的财产化为泡影。在家乡布劳博依，他迎面走向疾驰而来的火车，悲剧性地结束了他传奇的一生。

这虽然是一个极端案例，但也说明轧空对于卖空者而言是一个巨大的风险。让人欣慰的是一些工具能帮助投资者避免这些问题。首先有一个“卖空份额比”（shortinterest ratio）的概念，它表明做空者平仓所需要的天数。公式为：

卖空股份总额÷每日成交量

一般而言，如果所需天数超过了5天，便意味着这只股票存在着轧空风险。此外卖空者还会使用“浮动份额指标”（float percentage indicator）这样一个概念。这是对卖空份额比这个概念的修订，计算方法如下：

卖空股份总额÷自由流通股票

投资者通常会对已发行股票和自由流通股票分不太清楚，它们有着显著的区别。已发行股票是所有投资者拥有的股票总数。自由流通股票是指投资者手上可以无限制进行交易的股票。因为上市公司通常会对主要持股人以及公司高层所持股份的卖出设定限制，因此卖空者更为关注自由流通股票，因其能更为准确地反映股票的流动性。所以如果卖空股票占到了自由流通股票较大的比例，比如高于10%，便会存在较高的轧空风险。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



股票轧空之前的状况

耐人寻味的是，在发生轧空之前，股票价格通常是持续下降的。这是因为预判股价会下跌的投资者对该股票进行大量卖空交易，导致市场上短时期出现大量该股票的供给，对股票价格带来下行压力。我们举例解释一下。

假设 XYZ 公司拥有 4 位投资者，每个投资者持有 1 万股。当前的股票价格为每股 40 美元，总市值为 160 万美元。你对 XYZ 的 1 万股进行卖空交易。你进行卖空交易所需要的股票从何而来？你需要向保证金账户有股份的投资者借入股票。拿到股票后你会将其卖入市场，换句话说，现在将会有额外的 1 万股票流入市场，现在市场上的股票数量为 5 万股。在 XYZ 公司没有发生根本性变化的情况下，股票价格将会下降至每股 32 美元从而保持公司 160 万美元的总市值不变。卖出股票后，投资者最终需要买回股票进行平仓。这意味着股票价格将会上升，整个市场股票恢复到 4 万股的数额。

兼并与收购

企业获得持续增长的常用战略便是进行兼并与收购。这对于卖空者而言可不是好消息。在大多数案例中，企业完成收购后，通常会对当前股价带来强烈刺激，实现 40% 甚至更高的增长都是可能的。显而易见，这将对卖空者造成巨大损失。因此，卖空者通常会避免对陷入收购传言的公司进行卖空，同时也会避开正在进行重组的行业。

卖空者通常会谨慎对待生物科技企业，尤其是那些即将获得食品及药物管理局审批通过的企业，如果一项药物得以研制上市，股价也会应声猛涨。

提价交易规则

早在 1938 年，国会便对卖空行为是否存在人为操纵进行调查。此后不久证券交易委员会颁布了“提价交易规则”，允许在两种情况下进行卖空交易：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



- a + 交易：多数最近交易价格高于此前交易价格。
- 0 + 交易：当前价格与此前交易价格相同。

0 + 交易的一个例子便是股票价格从 20 美元涨至 20.2 美元并保持在 20.2 美元。

委员会认为提价交易规则能够有效地遏制卖空行为，减少股票的总体波动。然而 2007 年，证券交易委员会基于该规则增加了市场的摩擦、降低了流动性的事实，决定废除该项规则。对此存在着不少争议。一些公司，尤其是经历股价大幅下跌的公司认为提价交易规则非常有必要。2007 ~ 2008 年的金融危机使这场争论愈发激烈，甚至演变为一个政治事件。2008 年共和党总统候选人约翰·麦凯恩议员表示，提价交易规则使股市成为一个“赌场”①。

2009 年，证券交易委员会向公众征集修改意见，一时间各种提案纷至沓来②。最终的提案包括两个选项。要么直接重新恢复提价交易规则，要么采用修正后的提价交易规则。考虑到每天都有数以百万计的交易正在进行，交易的上报通常会有一定的延迟，因此很难对交易前的水平进行确切定量。修正后的提价规则更强调对全国性报价的关注。

除了以上两种提案以外，证券交易委员会还提出了一个类似于“断路器”的理念。同样也有两种形式。首先，如果某日股价发生大幅度下跌，即刻禁止卖空行为。其次是部分禁止的形式。当股价高于全国性报价时，卖空交易才可以进行。虽然还不清楚这两种方法会引起什么样的结果，但是可以肯定的是：它们会对卖空交易价格产生限制性影响。

卖空禁令

2008 年 9 月，证券交易委员会动用其紧急权力，禁止投资者对 800 家金融公司的股票进行卖空交易。该禁令于 2008 年 10 月 8 日起生效。这是一项意义非凡的决定，美国上次颁布类似禁令还要追溯到 1931 年，目的是为了抵御英国金本位制度瓦解带来的影响。在股市异常波动的情形下，卖空者尤其会遭受到谴责，2008 年年底股市的动荡给投资者带来了巨大的恐慌和

① http://online.wsj.com/article/SB122175692668528 81.html.
② http://sec.gov.rules/proposed/2009/34 – 59748.pdf.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



不确定性。即使是像高盛和摩根士丹利这样的顶级公司也经受着股价的大幅度下跌，都希望此时能有一个紧急的卖空禁令来为公司赢得一丝喘息的机会。

禁令生效了么？现在下结论还为时过早，但是对此已经有了一些学术性研究。其中一篇便是名为《狙击卖空者：2008 卖空禁令》[①] 的文章。来自哥伦比亚大学，克伦威尔以及得克萨斯 A&M 的作者在文章中表示禁令对卖空交易起到了很好的限制作用，卖空交易额从最初的 12.47% 骤降至 1.96%。为何交易份额没有跌至 0？因为证券交易委员会允许做市商对整个市场进行卖空以提供足够的流动性。总之，禁止卖空的股票相对于整个市场而言因受到保护而从中获益匪浅。例如房利美的股价就从每股 50 美分上升至每股 2 美元。然而在禁令结束后，公司的股价又重新跌回每股 60 美分的价格。

虽然卖空禁令鲜有颁布，但对于卖空者而言仍是个威胁。其结果会对股票价格产生较大的刺激，从而导致卖空者的低回报。

华尔街公司的风险是否一定会小？

许多华尔街的公司都设有证券借贷部门。该部门将证券存储在保证金账户中供卖空者借入使用。这是一个高利润的部门，它所面临的客户大多是对冲基金。接下来就对这整个流程进行一下简单的介绍。

假设 ABC Strategies 是一家顶级对冲基金，它选择 XYZ 公司作为卖空对象，因为该公司的收益一直在下滑并且竞争环境日益严峻。ABC Strategies 需要从经纪公司借入股票，一般而言主要是从高盛、美国银行、摩根士丹利这些华尔街公司的经纪部门借入。ABC Strategies 选择 X1 Trading 作为主要的经纪公司，它将为 ABC Strategies 提供交易相关的各种服务，包括交易管理，追踪投资组合变动的相关软件，以及风险管理等。X1 Trading 甚至会将本公司的办公室和电脑终端提供给 ABC Strategies 使用。当然这些服务最终都需要 X1 Trading 支付高昂的费用。但这些开销对于对冲基金而言是值得的，建立这些基础设施需要耗费大量的人力物力。此外，对冲基金更希望能将精力集中在创造收益上。

① http：//www. 2. g http：//b. columbia. edu/faculty/cjones/ShortingBan. pdf.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



虽然多数大型经纪公司都是为做多交易提供相应服务，但是卖空交易也占到相当大的比重，因为这部分交易是十分有利可图的。大型经纪公司会将证券放在保证金账户上供对冲基金使用。如果证券不足，公司会从其他大型经纪公司寻求支持。这是一个价值数十亿美元的市场，经纪商能从中获得高额回报，更为重要的是借贷股票的风险几乎为零。原因在于对冲基金对于每笔交易都需要进行 100% 抵押，同时，当空仓价值下跌时，对冲基金还需要追加抵押以弥补风险。

在极端情况下才会出现风险，这种情形在金融危机的时候发生过。由于市场的不景气导致对冲基金无法平仓，因此也就无法及时还贷，这便是发生在 2008 年的恐慌。对冲基金从它们的主要经纪公司移走大量资金，直接导致了贝尔斯登和雷曼兄弟公司在金融危机中的破产。即使是顶级的经纪公司如摩根士丹利和高盛都蒙受了巨大的损失。无论市场行情如何，对冲基金依然需要地方来安置资金，因此它们把资金转移到诸如瑞士信贷集团、德意志银行以及 JP 摩根等大型金融公司。

即使对于大型企业而言，卖空的风险依然是不可小觑的。但只要认真分析风险并进行合适的监控，卖空所能获得的收益还是令人十分心动的。卖空交易绝对是大型投资者如对冲基金不能错过的选择，而且越来越多的个人也参与到卖空交易中。在下一章我们将开始介绍如何寻找合适的卖空对象。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第四章　基础分析

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

关键概念

- 瞄准潮流型和失败的商业模式对象
- 寻找外部诱因
- 适合卖空的股票类型

成功的卖空者要进行大量的研究和分析。在一些情况下，所要付出的努力是难以想象的。对冲基金经理比尔·阿克曼在卖空 MBIA 股票时，分析报告就高达 14 万多页之巨。然而投资者想要成功并不一定非得付出如此大的艰辛，因为随着互联网的普及，研究工作变得更加容易。在谷歌上便能轻松获得有价值的信息。卖空者能够在互联网上获得有关竞争环境、行业趋势、管理背景以及潮流趋势等相关信息，这些有用的信息便能帮助投资者进行投资分析。

竞争

自由市场的一大特征就是竞争。只有竞争才能实现经济的健康与发展，竞争能带来更多的创新，消费者可以有更多的选择，以更低的价格购买商品和享受服务。

可对于公司而言，竞争是残酷而激烈的。因此沃伦·巴菲特总是在寻找拥有“屏障”的企业，这意味着企业对于外部竞争有着强有力的防护壁垒。巴菲特选择购买 Burlington Northern Santa Fe 就是看中铁路行业拥有长期增长的前景，并且竞争环境相对温和。这是因为铁路铺设的高额费用为进入这一行业带来了先天壁垒，同时没有了来自中国和印度的低成本竞争使得 Burlington Northern Santa Fe 成为巴菲特心仪的选择。

然而许多公司并没有类似的屏障，一旦公司开始取得成功，众多的竞争对手便会蜂拥而至进入这个行业，给公司销售和利润带来巨大压力。这是卖空者应当关注的，然而整个市场可能会忽视这一点。市场可能会认为公司有能力在竞争压力下保持增长，能够研发新的产品并提升品牌影响力。因此，尽管公司的生存环境出现恶化，但股票的价格依然会保持在较高的位置。这对卖空者而言正是卖空的好时机。

卖空者应当尤其关注那些已经开始动摇行业领军公司优势的竞争，因为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



这会导致“创新困境”。当一项新的技术极大地提升了产品生产或质量，而那些领军企业又对此束手无策时，就会发生这种情况。“船小好调头”，那些规模庞大的领军企业要调整生产战略是极为费时费力的。

最近的一个例子要数 Blockbuster Video 了。作为最初在个性化零售领域的革新者，Blockbuster Video 享受了创新带来的销量剧增的好处。但好景不长，20 世纪 90 年代出现了新的竞争者：NetFlix。这家公司的经营模式更具革新性，它无须承担重建零售渠道的巨额成本，为用户带来了更多的选择和便利性。最终 NetFlix 彻底击垮了 Blockbuster Video，Blockbuster Video 的股票不得不从纳斯达克退市。

需要卖空者留意的另一种竞争威胁便是解除管制后带来的竞争。一些类型的企业是自然垄断企业，这是因为它们的产品或服务关系到国计民生，不能放开来竞争经营，如电力行业。同时，放开竞争也会损害消费者的利益，因为竞争的放开会带来浪费和低效率的重复建设。联邦政府允许自然垄断的存在但同时对这样的企业进行限制，如对价格或者合同条款进行相应规定。使垄断企业无论经济环境的好坏，都能获得一定的均衡收益。

为寻求突破，垄断企业会主动进入其他行业，以谋求更高的收益。这种情况卖空者应当开始注意了，这种长期处于高度管制下，经历着微弱竞争的垄断企业，是否准备好了在其他行业迎接对手的挑战，这是令人怀疑的。对于公共行业而言，答案更是否定的。通常的结果便是原本稳定的垄断企业股价急剧下降。

另一方面，联邦政府也许会解除对某一行业的管制。这意味着更多的企业可以进入这一行业，在许多情况下，原先的垄断企业会无法适应竞争带来的压力。20 世纪 70 年代航空业管制的解除就是一个很好的例子。

一些企业寻求通过专利保护来应对竞争。只要获得联邦政府专利审核通过，企业便能独家使用某项专利技术 18 年。专利保护实质上能更好地确保自由竞争的市场环境，这对于生物技术和制药行业而言是十分重要的。但在许多其他行业，专利对市场的保护作用还有待观察。首先，一些国家对专利保护的力度不够。其次，可以有各种方法来规避专利保护。

货品陷阱

货品（commodity）是指没有区别的产品，因此货品的价格应该都相等。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



一些企业通过商业操作，成功地将货品转变为品牌商品，从而可以从消费者手中获得更高收益。比如星巴克和普通咖啡。另外一个不得不提的就是苹果公司，其将移动电话和 MP3 播放器转变成高附加值的商品。然而在高度竞争化的全球市场，许多品牌商品最终也会沦为货品，发生这种情况时，公司利润会急剧下降，股价崩溃。

卖空者需要时刻关注这样的转变，这需要具备对行业很强的解读能力。看一下导航设备生产企业。早在 20 世纪 90 年代初，随着消费者对该产品价值的认同，导航设备公司获得了强劲的增长，但是随着时间的推移，生产 GPS 的技术已经不再是高端技术。谷歌都能自行开发导航平台供消费者免费使用。这对于 GPS 生产企业诸如 Garmin 和 TomTom 等无异于一场毁灭性的打击。

客户集中化

客户集中化在美国企业中表现明显，对没有更多潜在买家的行业而言更是如此，非常显著的行业就是汽车工业。然而，对于客户集中化没有一个明确的标准。如果一大部分的销售份额——假如高达 30% 的份额来自 5 名客户，就可以断定对于该公司而言存在着潜在的风险，卖空者需要对此多加关注。因为公司处于被动的局面，任何一名客户都有着更大的资本来和公司就价格问题展开周旋，因为公司不会愿意失去大客户。

现有客户的损失也会给公司造成重创。数字长河（Digital River）公司是一家为软件行业提供电子商务服务的公司。2009 年，高达 24% 的销售收入都来自于斯曼特克（Symantec）公司。然而好景不长，斯曼特克表示它将建立自己的系统以降低成本。这样一个噩耗使得数字长河的股价锐降了 38%。

潮流趋势

潮流趋势是卖空者喜欢的概念。根据定义，这是指最终会过时的事物。当这样的情况发生时，公司股价的表现将会是惨不忍睹的。销售额和利润都会大幅度下降，并且公司来不及作出反应。做潮流概念的公司许多都难免归于破产的结局。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



投资者需要注意的是，潮流性事物有时候也许是一个新兴行业的开始。历史上曾经被视为潮流事物的如收音机、电视机、快餐、个人电脑以及互联网等都开创了新的行业，改变了行业的发展趋势。有一些领域比较近似于潮流行业，如酒店业，每年都会有新的概念，新的理念诞生，吸引众人的眼球。然而几年过去以后，消费者开始厌倦这些理念，转而投向更新鲜事物的怀抱。同时由于酒店行业相对较低的进入门槛，使新的概念出现后会招来一群无创意的模仿者。

20 世纪 90 年代初期的百吉饼现象就是这样一种潮流性事物。早期的百吉饼生产企业如“爱因斯坦的百吉饼”（Einstein's Bagels）就获得了巨大的成功。然而由于产品的非独特性，百吉饼行业吸引了大批竞争者，由此造成的同质化经营降低了该行业的利润。到 2001 年时，“爱因斯坦的百吉饼”的股价降低到每股 5 美分的水平。

另一个容易受到潮流因素影响的行业就是科技行业。从 20 世纪 60 年代开始，美国股市涌现出许多吸引投资者目光的科技股明星。然而只有少数一些企业幸存。那些最终覆灭的企业包括阿塔里公司（Atari）、王安电脑公司（Wang Computers）、奥斯博尼电脑公司（Osborne Computer）、科莫德尔公司（Commodore）等等。

当一家科技企业拥有一个明星产品，但是无法在后继产品上依然表现出色时，公司股价的表现通常会沉寂好几年。非常典型的例子便是诺维尔公司（Novell）。20 世纪 80 年代，诺维尔公司在互联网领域开创了高速发展的行业。但是到了 90 年代，微软开始进入市场并最终成为市场主导。因此，无论诺维尔公司如何努力研发各种产品，或者进行各项收购都无法再实现此前的辉煌了。

如果一家企业过于依赖其主要产品，迟早会出现问题，欢快速递（Happiness Express）就是一例。它的旗舰产品 Mighty Power Rangers 曾经为公司带来辉煌，实现了公司 80% 的利润。然而当这项潮流在 20 世纪 90 年代中期消退时，Happiness Express 也无以支撑，最终只能破产清算。玩具行业是一个对潮流趋势极为敏感的行业。因为孩子们的兴趣无长性，变化很快。

判断一个行业是否易受潮流因素影响，卖空者需要作更多的分析，一项潮流可能会持续数年，因此寻找到潮流趋势终结的转折点是极为重要的。这里有一些方法来判断。首先，当企业无法实现预期销售额和收入时，卖空者就需要警惕了，尤其是当发生在销售旺季的时候。其次，当产品价格下降，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



或者公司采取促销战略时，卖空者需要警醒，通常而言这意味着公司的销售有些迟滞了。卖空者应当对该公司的库存进行紧密的追踪，是否库存比销售增长得更快?

政策法规

过去数年，美国已经陆续颁布法规来阻止和惩罚欺骗行为，包括广泛披露的规定、持续调查的规定以及对违规犯罪采取高额罚款或者监禁等措施。但是这些条款也仅仅是条款，一些公司经理依然会想方设法来规避管制，甚至不惜违法来获得利益。

如果被抓住，对于公司的影响是极为深远的。首先，核心管理层将会被清除，需要寻找新的替代者，而这并不是很容易找得到的，对于公司而言这是极大的麻烦。其次，公司的业绩会下降。毕竟，经理铤而走险是为了公司获取利益，只不过方法过于激进。而政府的行动表明了对公司发展战略的否定，会造成公司收入的下降。

一个例子便是针对微软的反垄断诉讼。在过去几年，微软公司一直在个人电脑操作系统市场占据统治地位，为公司的发展带来了巨大的现金流支持。使微软公司能轻易地进入其他软件领域，如研发办公软件。联邦政府认为微软公司拥有过多的市场权力，使它获得了种种特权。结果，微软公司被法院裁定需要接受种种限制规定，公司也因此受到影响，股价下跌。

卖空者要时刻关注安全法规以及其他管理法规的规定。最为有名的案例是英国石油公司 BP，由于墨西哥湾石油泄漏事故不得不被罚款数十亿美元。要记住，BP 早在石油泄漏事故被巨额罚款之前，就已经有着行业内最为糟糕的安全记录了。

推迟公布财务状况

上市公司需要定期公布财务状况。为此上市公司每年需要耗费数百万美元，大量的律师、审计人员和会计人员参与其中。如果公司未能按时公布财务状况，那么卖空者应当对此留心了。对于这种情况可以有多种解释。一种可能是公司内部出现控制或流程方面的问题，或者公司因其报告的不准确而

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



正在接受调查。财务状况公布的延迟意味着公司可能需要重新制定财务报表，此前的版本不符合规则的要求。毋庸置疑，投资者需要对此非常关注，这通常会带来股价的下跌。在证券交易委员会公布处罚措施后，公司就此需要发表声明，对于卖空者而言这段时期是再一次投资获利的好机会。

预期外损失

在大多数情况下，公司都会努力满足合理的收入预期，但是在某些极端情况下公司会出现一些大的纰漏，最为糟糕的是华尔街对该公司的预期收益一致看好的情况下，该公司发现了此前疏忽的漏洞。也许这只是偶然事件，但是卖空者不应当忽略这样的事情，要牢记的是公司通常有各种方法来掩盖各种缺陷。

如果公司没能掩饰住这种预期之外的损失，只能说明公司的确出现了实质性问题。这会导致公司股价的恶化。

削减股利

公司董事会的一项重要职责便是决定是否分发股利，这是一项重大的决定，毕竟有相当一部分股东都依靠股利作为其重要的收入来源。因此，当董事会决定减少股利甚至停发股利时，卖空者就应当警醒了——公司是否在现金流上出现了问题。

预测股利下降可以参考技术性指标。首先，卖空者应当参考每股收益率（EPS），如果每股收益率高达90%甚至更多，则意味着存在削减股利的风险。其次，卖空者还应当观察公司相对于其他公司而言是否有着更高的收益率，如果是，则公司将面临着现金流枯竭的压力，不得不削减股利。

股票拆分以及合并

股票拆分是指公司将更多的股份带入市场以压低股价。这样做的目的是为了让股价为更多的小型投资者所接受。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



通常的做法是将一股拆分为两股，这意味着投资者手中的股额会加倍。结果就会带来公司股价下跌一半。同样的，也存在着合并股份的相反操作，主要是由公司收回股票，目的是为了提升股价。通常合并率比较高，15 股份合并为 1 股份，这在公司股票极度低廉，通常低于 1 美元的情况下会发生。

合并股份对于公司的基本状况是没有改善的，这样操作对于卖空者而言则是公司管理层认为公司股票会继续下跌的信号。公司试图通过合并股份来对股价带来刺激，意味着公司更为关注公共关系，而对于如何刺激销售和增加利润显得束手无策。休斯敦州立大学教授的一项研究表明，1950 ~ 2000 年间，进行股份合并的企业都会在未来 3 年内股价大幅下跌 1/3①。

增长终点

公司的每轮增长最终都会有其终结的时候，当这个时候到来时，公司股价通常会下跌。事实上，随着投资者抽逃资金奔向别处时，股价的下跌是十分显著的。

卖空者通常称之为“大数规则”，这是说随着收入的增长，实现新的增长相对而言会变得越来越困难。例如，如果公司当前的年收益 200 亿美元，并且往年一直保持 30% 的年增长率，未来一年企业要增长 60 亿美元的收益才能保持往年的增长率。这对于许多公司而言是十分困难的。诸如思科、英特尔以及微软等大型企业在其增长历史上都遇到过类似的问题。

卖空者总是在不断寻找公司达到增长“瓶颈”的迹象。一个非常值得关注的状况就是当公司进行异乎寻常的收购，尤其是大型收购时，这无疑将增加公司整合经营的风险。此外由于收购需要耗费大量现金，公司的现金流状况也可能出现问题。因此，公司经理将会调低公司的发展预期，公司会将注意力从收入转移到利润上，寻求各种削减成本的措施。公司也可能会进入新的市场来实现持续的增长，当公司规模庞大无法实现快速转型时，这样做的风险是十分大的。

---

① http://www.rdboehme.com/papers/fire_180.pdf.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



失败的商业模式

商业模式是公司生产利润的方式。但是有些公司的商业模式基本可以称做失败的，最终会导致公司股价的大幅度波动。在一些情况下要理解公司的商业模式几乎不可能，这样的模式被称为“黑箱模式”（black box），这是卖空者所需要关注的。对于卖空者吉姆·卡洛斯而言，安然的商业模式是一个典型的“黑箱模式”。他花费了大量的时间研究安然的财务报表却始终无法参透公司是如何挣钱的。除此外，华尔街许多分析员也起到了推波助澜的作用，他们仅仅主观地认为公司经理会懂得公司是如何挣钱的，而不去进行分析。

在观察公司的商业模式时，卖空者也不应当忽视公司的成本结构。在一些情况下，公司因为高昂的产品或服务运输费用，使得公司基本上不可能挣到钱。如宠物食品公司 Pets. com，由于高额的储运费用使该公司基本无法获利。

即使公司的商业模式不存在可持续性问题，卖空者也应当对它保持关注。这与企业所面对的市场有关。即使公司能够挣钱，市场规模也未必足够大到为华尔街的投资者带来持续收益。这种情况主要出现在 20 世纪 90 年代的企业对企业模式（B2B）的公司身上。诚然它们所面对的市场是极为广大的，如化学品市场。但是问题在于收入实在与机会不成比例，事实上随着时间的推移，盈利空间会越来越小。

如果公司时常改变其商业模式，卖空者就需要加倍注意了。这并不意味着改变是不好的，但是如果公司在无法找到持续获利的商业模式的情况下，仍然不断改变其商业模式，这就必须密切关注了。

公司对卖空宣战

公司一直会以各种方式和卖空宣战，有可能是新闻发布会或者新闻公告，甚至提起法律诉讼等各种方式阻止卖空行为。但种种行为的最终目的都是为了将投资者的注意力从公司的实质性问题上转移开。如果公司状况良好，那么卖空交易最终会随着股价的上升而宣告失败。股票购买者将会转而

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



寻求价值增值的机会。

卖空者乐于见到公司的回击，实际上，欧文·拉蒙特（Owen Lamont）的研究支持了这一论断。基于 1977～2002 年间的分析，这类公司的股价通常被高估而且很快会下跌。

辞职

在公司 CEO 或 CFO 突然宣布辞职时，卖空者应当倍加小心。尤其是在公司经营状况看起来依然良好、高层以私人原因宣布辞职时，更应当提高警惕——为什么在一切运行良好的时候离开？另一个需要注意的地方就是在高管辞职后，如果继任者没有马上到位，或者只是由一个过渡性继任者来维持公司运作，那么该公司的内部就可能出现问题了。卖空者需要思考：高管是否因为大难临头才选择辞职？抑或董事会是否因为公司出现严重问题而辞退高管？

除了辞职，卖空者还应当对其他管理问题保持一种敏感的态度，他们应当从背景着手，不停地追问如下这些问题：高管是否有相应资质来管理公司？他们的过去经历是否合格？是否发生过个人破产或是管理违规等行为？

炒作

上市公司通常习惯于从乐观的角度看待问题，这通常是情有可原的，同时也是对公司股价十分有帮助的。高管需要振作精神，努力前行。但一些公司的热情显然有些过头了，所发布的信息也存在着过度渲染的问题。如果公司高管在媒体见面会、新闻发布会、投资者碰头会等会议上面耗费了大量时间，那么高管便无法将精力投入到核心业务中去。换句话说，有效的管理团队需要维持平衡。如果发生这样的状况，对于卖空者而言是有机可乘的了，卖空者可以去寻找股价状态过于完美的公司。这是指那些的确实力雄厚，但是在过度炒作的刺激下，股价达到了一个不可持续水平的公司股票。当公司效益出现滑坡，股价就会出现显著波动，给公司治理带来影响。

卖空者也应当关注“封面效应”（front cover）。虽然听起来很可笑，但是这的确是一项有效的指标。如果一家公司在《商业周刊》或是《财富》

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



等顶尖杂志上大获好评，投资者反而要引起注意了——公司可能无法承担公众此后对它们的期望。这些杂志是许多有效信息的重要来源，如果一家杂志对某一公司进行负面报道，卖空者应当注意了，这是进行进一步研究分析的好时机。

著名的卖空者吉姆·卡洛斯对此有过亲身经验，他曾经从《华尔街日报》的一篇报道开始着手分析安然公司的问题。

大型兼并交易

兼并通常是一家公司发展和扩张的有效途径，同时也存在着各种风险，各种研究分析表明，公司通常会高估兼并交易的价值。

正因如此，卖空者对兼并进行分析是十分有助的，他们感兴趣的是兼并的结果导致的变革。重大并购案发生时更需要留意，这样的巨变可能会从根本上改变公司。美国在线与时代华纳的兼并就是一个典型的案例。这次兼并是传统媒体与数字媒体的结合，当然结果几乎是灾难性的。许多重大的交易似乎都难以满足公众的预期。最大的问题是要将两种不同的文化完全融入一家新的公司机构，而这会遇到超出预期的困难。

卖空者会在公司发布兼并消息后，紧盯公司股票的表现。许多研究表明，投资者对于兼并是否成功的判断通常是十分具有预见性的，如果公司在宣布收购计划后股价跌幅超过10%，这次兼并通常会被认为是存在问题的。当公司股票出现大幅度下跌，即使在没有明显不利消息的情况下，卖空者依靠敏锐的嗅觉就开始活动了。如果跌幅超过5%，卖空者就应当考虑：

- 大股东是如何考虑的？
- 业内人士是否大幅度抛售股票？
- 对冲基金是否已经坐立不安了？

公司管理层总是试图隐瞒一部分信息，因此卖空者需要采取观望的态度来观察形势，如果季度末仍然没有改观，那就可以采取行动卖空股票了。

第四季度效应

如果卖空者觉得公司的财务状况存在问题，不能操之过急，应当观察一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



个月，或是赶在第四季度财务报表公布之前，采取行动。这是因为公司前三个季度的财务状况是不需要经过审计核查的，公司管理层可以对数字动手脚。但第四季度的财务状况需要经过审核，通过审计揭示出未发现的问题。

以约翰·普尔森为例，这位对冲基金投资人赶在新世纪公司（New Century）2月份公布财务状况之前，在2007年1月对其股票进行卖空操作，他坚信新世纪公司隐瞒了子业务中存在的大量问题，第四季度的报表将说明一切。事实证明他是正确的，新世纪公司第四季度报表披露出公司的巨额亏损，股价也随之直线下跌。

公司中的家族性

有些大型公司是家族企业，福特汽车公司就是这样的，卖空者要关注这样的公司。如果家族成员在公司管理层和董事会占有席位，则很容易形成团体影响力和控制力。要注意“关联双方交易”，这是指进行交易的两家公司中一家公司由对方公司某位亲属实际控制的情况，这样的交易很难称为公平交易，股东是最终的受害者。

约翰·里加斯于20世纪50年代一手打造了阿德尔皮耶有线电视公司（Adelphia），并实现了高速增长，在公司各关键部门，约翰·里加斯都有相关亲属任职，这为此后的问题埋下了隐患。由于内部管理不到位，阿德尔皮耶有线电视公司发生了亲属参与内部交易、违规借贷以及发布虚假财务声明等丑闻，这些丑闻是在2002年被揭露的，当时就造成该公司的股价从每股30美元跌落至每股1美元。

寻找刺激性因素

卖空者总是在不断努力寻找导致公司股票下跌的事件，这类事件被称为刺激性因素，有一些因素是卖空者应当关注的。首先是天气。一次飓风或暴雨可能会给保险公司带来巨大损失。在大西洋海岸，6～11月将近5个月的时间都是飓风季。美国国家海洋和大气局每年都会发布飓风预警，向公众公布飓风数量和危害程度。

另一个能带来刺激性效应的因素便是大宗商品。最具影响力的大宗商品

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



就要数石油了，许多商业往来都依靠石油。对一些行业而言，石油价格的突然上涨会对公司财务带来严重影响。航空业就是一例，当油价狂涨时，航空股跌 50% ~60% 是十分普遍的。

做空股票

投资者有无数种方法来选择股票，在投资战略的指导下选择股票更为有效，尽管大多数战略是对做多股票进行指导，但同样有适用于卖空股票的，接下来将对其进行介绍。

蓝筹股

蓝筹股是指诸如可口可乐、IBM 和微软等顶尖企业的股票，它们拥有无可撼动的产品和服务，因此无论经济环境如何它们始终保持相对稳定的增长。即使是在熊市，蓝筹股的表现也因其较低的风险水平而好于其他股票。

这是否意味着卖空者应当避开蓝筹股呢？并不尽然。蓝筹股同样可以作为卖空者的卖空对象，因其易于受到科技革新的影响。看看柯达公司，在过去的数年它丢失了大部分的市场份额。卖空者选择蓝筹股还因为蓝筹股在股市拥有巨大的交易量，很容易就能以较低的成本借到股票。

收益股

收益股是较为稳定行业的公司股票，像公共事业设备制造行业，有着充足的现金流，股利分红多。这对于卖空者而言是个问题——不得不向借入股票的对象支付股利。因此在大多数情况下卖空者都会尽量避开收益股。

但也存在着例外的情况，一些收益股无法用足够的现金流来支付股利，从而不得不削减股利，会导致股价出现大跌。

成长股

成长股是销售额与收入持续快速增长的公司股票，可以轻松实现每年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



20%～30%的增长率。因此投资者通常对成长股进行溢价估值，价格利润比较高。成长股是进行卖空交易的不二选择，对于有经验的卖空者而言，选择成长股并不仅仅因为成长股价格被高估，而是因为只要公司持续增长并满足华尔街精英们的预期，股价就能依然保持坚挺。有经验的卖空者通常在寻找增长停止的拐点信号，当增长停止时，成长股股价将会面临大幅下跌。

价值股

价值股是由于缺少支持，或是公司经营遇到麻烦，价值已经开始下跌的公司股票。价值股的价格收益比率通常较低，增长前景不被人们所看好。由于公司股票可能在长时期内交易量较少，因此价值股通常并不是卖空者的选择。

周期性产业股票

周期性产业股票是指对于经济周期较为敏感的公司股票。当经济复苏时，公司销量和利润会有大幅度增长。当经济不景气开始衰退周期时，公司则会陷入困境。典型的周期性产业股票公司是汽车以及房地产等产品价格高昂的行业。大宗产品公司同样是周期性公司。

这种波动性是卖空者所希望看到的，这是一个迅速获利的途径，但要准确预测经济何时进入衰退周期却并不容易。

投机型股票

投机型股票是指处于发展初期的公司股票。如生物科技公司和可替代能源公司，产品成熟可能需要多年的时间，公司可能常年处于亏损状态，股价变动性较强。这对于卖空者而言是十分具有吸引力的，卖空者会在股价达到高位时对股票进行卖空操作。另一个做空投机型股票的时机便是在公司发布新产品之前，根据以往的经验，这个时候公司通常会发生各种问题。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



低价股

低价股是股价低至1美元以下的公司股票。这些公司可能实际上实力非常雄厚，但正面临一些困难。更为常见的恰恰是那些收入低、甚至根本没有任何产品的公司，无怪乎低价股的股价时常有大幅度波动。

这对卖空者而言是好消息，但也存在问题。首先，低价股通常在一些小市场如粉板市场、场外交易议价板（OTC Bulletin Board）进行交易，流动性小，交易成本大。这是由于低价股的买卖差价较大造成的。在流动性强的市场，买卖差价通常较小，但到了低价股市场，买卖差价有时能超过交易金额的1%，成本较高。其次，由于流通性低的缘故，要建立保证金账户借到所需的股票进行交易是十分困难的。

从这章我们可以看出卖空者有多种工具来寻找投资机会，前期投入大量的研究努力，会带来丰厚的回报。在下一章，我们将了解会计和财务分析的核心内容，这对于卖空交易是否能获得成功至关重要。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第五章 卖空者的基本会计分析

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

关键概念

- 联邦证券法规
- 10－Ks 与 10－Qs 等核心文件
- 电话会议与收益发布

公司的财务报告通常是在讲述一个故事，尽管这个故事一点儿都不吸引人，并且通常还是很枯燥的，然而成功的卖空者却总是对财务报告的细枝末节进行深入的研究。吉姆·卡洛斯在对一项卖空交易进行价值评估时，总是会花数小时对公司财务状况进行仔细分析。

尽管通常认为会计报告能够对一家公司的状况作出准确的描述，但事实并非完全如此。美国会计准则存在着比较模糊的地方，设定不同的前提假设就能进行不同的解读。因此，公司管理层会倾向于高报财务状况，卖空者应当努力识破公司的这些把戏。

包括一些知名企业在内的许多投资者不愿意从财务报告中深挖更多信息，其中一项原因便是财务报告过于复杂。读懂财务报告需要学习新的行业术语，理解企业内部各部门之间的联系。同时报告内容也比较枯燥乏味，无怪乎投资者更愿意花时间分析企业的创意产品。有相当一部分投资者忽视财务报告的原因在于他们认为研究统计图能使他们选择出合适的股票，图上所显示的价格模式以及股份总量水平能为投资者作出正确决策提供足够多的线索。但是有经验的卖空者通常会仔细分析公司的财务报告，因此我们来看看他们是怎样分析的。

联邦证券法案的出台

20 世纪 30 年代，随着大萧条的持续以及股市的大幅下跌，美国总统罗斯福和国会都意识到需要对证券行业进行全面改革。但是对证券市场的监管也面临着许多挑战。如果监管过于严厉，增长将会被遏制，经济复苏越发困难。反之，若是监管过于放松，投资者依然无法放心地将钱投入证券市场。因此摆在他们前面的只有两个选择。首先，联邦政府可以引入考绩制度，即对每一个投资对象都进行严格的审核，然后决定是否向公众推荐。尽管能避免一些欺诈行为，但这项制度也存在着较大的缺陷：不仅花

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



费高昂，同时也需要庞大的官僚机构参与其中。除此之外，政府是否应当扮演投资者投资决策的最终裁决者也是值得商榷的。其次，披露制度也是联邦政府考虑的一项监管措施。在公司向公众推介其股票之前，需要向投资者公布必要的文件，使投资者能根据所获的信息作出投资决策，只要公司向公众提供足够多的细节信息，就算股票价格出现波动也是可以接受的。最高法院法官刘易斯·布兰德斯就表示："阳光是最好的消毒剂。电光是最有效的警官。"

经过充分论证，罗斯福总统和国会决定选择披露原则作为证券行业的监管制度，同时制定了两部具有里程碑意义的法案。第一部是《1933 年证券法》，要求公司向公众发售股票前都需要首先发布招股书，公开披露包括财务状况、商业计划、风险因素等内容。如果投资者是机构投资者或富豪个人，公司可以免于执行披露制度。这主要是针对高风险投资，包括私募股权购买、风险资本交易和对冲基金投资等。

第二部是国会通过的《1934 年证券交易法》，主要对已经在市场进行交易的股票进行规范，对象包括交易中的股票和经纪公司。此后随着电子交易平台的兴起，受规定限制的对象也逐步扩大。法案要求上市公司持续向投资者披露公司情况，禁止任何欺诈行为，不许发布错误信息或漏发信息。

为落实监管，根据《1934 年法案》成立了证券交易委员会（SEC），该联邦机构主要致力于证券法案的落实。证券交易委员会的职责包括对股票、债券、共同基金以及对冲基金进行监管。证券交易委员会拥有 5 名理事，由总统任命，他们进行关键决策以确保法案的落实并制定新的规则。证券交易委员会可以进行民事诉讼，但不能提起刑事诉讼，只有司法部门才能对违反联邦证券法案的犯罪行为进行刑事诉讼。所以，卖空者需要熟悉证券交易委员会的各项条款，因此当某家公司被证券交易委员会调查时，卖空者对此就应当留心了，这意味着公司存在着更深层次的问题。

在过去的几年里，证券交易委员会备受指责，关注的焦点在于证券交易委员会无法寻找到合适的监管者。毕竟大家都更愿意去华尔街的高薪公司。此外，证券交易委员会还受到预算约束，导致了证券交易委员会在金融市场上失察了一些严重的问题，包括安然、印度外包公司萨特亚姆（Satyam）和麦道夫（其在过去的 30 年里利用庞氏骗局非法获利 650 亿美元）等。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



财务控制

即使是小型上市公司也要公布复杂的财务报告，公司需要建立电脑系统来处理复杂的会计问题。通常由公司的首席财务官（CFO）来负责建立电脑系统，并确定报告的准确性，首席财务官要对不同部门以及第三方（客户与供应商）进行协调管理。

首席财务官这一职位的重要性使卖空者需要花费大量精力来研究他的背景，如果公司的首席财务官缺乏在上市公司工作的经验，那么这无疑对于卖空者而言，是一个值得关注的要点。卖空者需要关注的另一项指标就是公司的“内部控制”水平，这关系到公司如何处理诸如信息披露、财务会计等核心业务流程。

《萨班斯—奥克斯法案》第 302 条和第 404 条要求公司首席执行官（CEO）和首席财务官确保公司内部控制的正确性，符合联邦标准。如果存在缺陷，公司需要将事实披露给股东，不得隐瞒（通常在“风险因素”中披露）。对于卖空者而言，这意味着公司缺乏管理，是可以进行卖空交易的信息点。

财务报告的主要类型

上市公司需要公布大量的专门文件给投资者，对于卖空者而言只有一部分文件是值得关注的，包括 10 - Q、10 - K、年报、委托书、8 - K 以及内部交易通报等。一些报告基于公司的会计周期进行公布，可能是日历年也可能是会计年份（可以从任意月份开始）。如对于零售商而言，由于假期的影响，会计年份通常是从 10 月 1 日开始计算的。

如果公司不在美国国内怎么办？只要该公司在美国存在股票交易，公司就必须遵守证券交易委员会的文件披露要求，投资者可以从各种途径获得公司的财务报告，包括证券交易委员会网站 SEC Web（www. sec. gov）、财务网站如雅虎财经（Yahoo! Finance，finance. yahoo. com），以及公司网站（通常在“投资者相关”一栏可以找到财务报告）。现代会计准则从中世纪起就在欧洲出现，卢卡 · 佩西欧利提出的复式记账法成为现代会计准则的基

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



础。这项革命性规定使欧洲大陆的商业活动得以顺利开展。

复式记账法依然是当今会计制度的基石，无论是街边小店还是沃尔玛都采用复式记账法。其核心前提是每笔交易都应该被准确记录，账目应保持平衡。如果公司购买库存，首先应当在资产这一项目记录增加，同时在现金账户记录减少。

在岁月的长河中，会计制度已经发生了很多变化，但是有一项为从业人员所遵守的基本原则却从未改变，那就是“谨慎性原则”。会计准则除非有不可抗拒因素的推动，否则都是保持一致的。公司管理者和投资者都依靠会计来进行决策，如果会计规则时常变动，会给公司经营带来极大的不确定性。谨慎性原则不仅在于维持规则的稳定，同时能更好地确定资产或负债的价值。一项资产是以其购买成本进行记录，而不随市场价值的增加而增加记录，这是为什么呢？因为市场价值的增加是一项主观判断，公司管理层容易进行夸大描述。但谨慎性原则也会带来一些奇怪的现象，一个典型的现象就是公司数年前购买一处房产，随着时间的推移其价值已经翻了好几倍，但在公司财务报告上依然按照其购入价格进行记录。

谨慎性原则也会带来其他意想不到的现象，在创新对美国企业带来巨大影响，而现有的规则又无法提供指导意见时，谨慎性原则的局限性显得尤为明显。衍生工具以及表外负债均是公司可以在财务报告上任意控制的栏目，因为现有规则无法对其进行规范性解释。除了谨慎性原则外，还有一些其他的会计准则易受主观判断操纵。如：应计退休金负债，公司只能对信托资产的收益率进行预测来计算，毫无疑问，公司都倾向于进行乐观估计来降低公司的应计退休金负债。

会计制度现在还远非完美，还将随着时间的推移而逐步完善，尤其是随着金融市场的日益复杂、公司进入外国市场的情况下，会计准则会有很多地方需要完善。现在的缺陷也给了公司经理美化会计报告的机会，这也是卖空者应当警惕的。诚然，“漂亮的会计报告”并不是坏的，也不是违法的，但这意味着公司正专注于许多灰色领域，并且总是在假设最好的情况。如果持续这样做，公司的财务很轻易就会膨胀，最终的结果就是实际收益的下降。

有时候公司会公布虚假财务报告，包括各种情况，如伪造财务报告等。报告里故意缺失关键条款，或延迟披露相关信息，投资者会很轻易地被诱导而购买该股票。

一些公司管理者可能会进行自交易（self-dealing）来欺骗投资者，将企业资金在自己和家族成员之间进行转移。以泰科（Tyco）前首席执行官丹

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



尼斯·科兹洛夫斯基为例，州政府以及联邦当局指控他侵蚀公司资产。泰科公司为他在第五大道的百万美元公寓“埋单”，包括价值6000美元的浴室窗帘，以及价值38000美元的骰子桌。科兹洛夫斯基辩解说这是拓展公司业务的必要开销，但是监管者认为这简直是奢侈过头了。

通常对公司管理者的欺骗行为进行认定是相当困难的，因为整个计划非常复杂，包括数千页的文件和材料，管理者通常会为自己辩护说出现这种情况是因为董事会、会计以及律师都签字同意通过了的。因此当局会另辟蹊径来对他们进行指控，通常的做法是起诉管理者进行内幕交易，公司管理者未对公众披露相关材料信息而私自买卖公司股票。

表5－1列出了一些最著名的指控。

表5－1　　　　一些高管被捕案例

公司	高管	刑期
安然	肯尼斯·雷，CEO 杰弗里·斯金利，CEO 安德尔·法斯特罗，CFO	被指控25项罪名，在判刑前逝世 24年有期徒刑 6年有期徒刑。其妻因虚假退税被判处1年有期徒刑
世界电讯	伯尼·安博斯，CEO 斯考特·苏丽安，CFO	25年有期徒刑 5年有期徒刑

欺诈性会计报告还会对公司股价产生恶劣影响，破产也许是大多数公司的最终命运。根据格拉斯·刘易斯（Glass Lewis）公司的调查显示，1997～2004年间发生的30起严重的会计丑闻使相应公司股价平均下跌77%。股东损失约9万亿美元。

会计权责发生制

上市公司需要遵循的另一项基本准则便是会计权责发生制。权责发生制又包含两项内容。首先，公司在发生收入行为时，必须如实记录。如果公司将产品发送给客户，就代表有收入产生，而无论此时公司是否已经收到货款，都需要记录。但这项原则不适用于零售商以及电子商务如亚马逊等基于现金流的商业活动，顾客通常会在收到货款后30～40天内进行支付。其次，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



公司在发生支出行为时，需要如实记录。如果公司从供货商购进货物，无论是否支付完成，都要进行记录。

这样规定的原因在于会计准则中要求收支对应原则，换句话说，公司需要想办法将收入与支出相匹配。如果仅仅记录现金的收入或支出，结果就会诱导公司作出错误的决定。

公认的会计原则

在发布财务报告时，公司需要遵守公认会计准则（GAAP），其包括一系列复杂的规则、标准和解释。种类之多使得会计人员均只负责公认会计准则中的某一部分内容。这些准则主要来自各种组织的贡献，包括美国会计师协会（AICPA）、美国国税局（IRS），以及证券交易委员会（SEC）等，主要来源还是财务会计标准委员会（FASB）。

一些公司总是试图避免公认会计准则，而希望投资者更加关注形式上的结果。毋庸置疑，这对于公司而言更受欢迎。但是对于卖空者而言，他们需要更加关注公认会计准则，而不是形式结果，因为公认会计准则更不容易让公司钻空子。

当然，公认会计准则现在并不是公司的唯一选择，由国际会计准则委员会（IASB）制定的国际财务报告准则（IFRS）也得到了广泛应用。已经有全球 100 多个国家开始使用这项全球标准，到 2011 年，美国企业将可以从公认会计准则（GAAP）或国际财务报告准则（IFRS）中自行选择。

两种标准的区别不是轻易能理解的，但有一些重要特点还是显而易见的。首先，国际财务报告准则下是允许在资产市场价值随时间增长时，对其重新定价的，这与谨慎性原则相违背，在这个问题上还有许多可以探讨的地方。如果一家公司资产雄厚，则它会更倾向于使用国际财务报告准则，在该标准下公司价值会即刻增加，同时卖空者也需要理解这种全新的会计标准。

审计

在公历年末或会计年末，上市公司需要进行全面审计，由第三方审计公司来完成。审计通常是费时费钱的，公司可以轻松地在审计上花数百万美

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



元，因为审计公司需要对结论的准确性承担巨大的责任。看看亚瑟·安德森，由于对安然的审计错误而导致了公司的破产。

然而，审计不单单是对财务记录的分析和公认会计准则的政策回顾，还需要对公司内部各员工进行面谈。同时包括和公司供货商的面谈。审计的另一方面还包括“查验库存”，对公司库存量进行实物盘点，以避免报告失实。

为了避免审计过程出现问题，公司通常会有自己的内部审计团队，确保各项规则得到遵守，会计流程合格。

在《萨班斯－奥克斯法案》于2002年出台之前，审计过程存在着一些问题。其中之一便是审计公司除了审计业务外，还能提供咨询服务如信息技术（IT）整合，但这会产生一些矛盾。看看安然，其公司的审计人是亚瑟·安德森，他每年为安然提供咨询服务获利5000万美元，同时还对安然的财务状况进行审计，这就是症结所在。当在审查出问题便会失去其咨询业务的情况下，亚瑟·安德森还会对安然进行认真审计吗？因此，《萨班斯－奥克斯法案》禁止审计公司提供咨询服务。

由于法律的保护，在出现争论时要更换审计公司也是十分困难的，各项信息都需要向股东汇报。《萨班斯－奥克斯法案》还建立了美国上市公司会计监督委员会（PCAOB），对提供审计服务的公司进行独立监管，要求审计公司注册登记并进行周期性检查。

然而，审计并不能面面俱到。对于大型上市公司而言，要对一切进行审核几乎是不可能办到的，除非公司愿意配合审计公司寻找自身的问题。但是一旦审计公司查出问题，或是突然被辞退，这时候卖空者就应当警惕了，公司可能存在内部问题。

10－Q文件

10－Q文件是公司季度性公布财务状况，适用于第一、第二、第三季度。第四季度的财报内容主要在10－K中，在接下来进行介绍。公司需要在每季度最后35天内公布其10－Q文件。

卖空者会仔细审查10－Q中的财务趋势分析，关注收入状况，资产负债表以及现金流状况。但还有其他一些内容需要认真关注：

■ **注册地：**每家上市公司都需要在州或他国进行注册登记（在10－Q文件的首页记录下来），众多上市公司首选的是特拉华州，卖空者应当十分

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



关注公司是否在诸如内华达州或百慕大这样的地区进行注册登记，在这些地方的企业管理政策都是十分宽松的。

■ **法律诉讼：**公司需要披露所有和诉讼相关的材料，法律诉讼对于美国企业而言十分普遍，卖空者应当关注那些可能造成严重后果的诉讼，环境问题便是一例。有关石棉的诉讼就曾经让众多企业倒闭。另一案例便是英国石油公司（BP）石油泄漏事故，导致公司背负数十亿美元的债务。

■ **劳务谈判：**卖空者应当对此进行密切关注，并进行深入研究。如果公司处理不当，或发生罢工事件，对于股价的影响会是十分恶劣的。

■ **资金拖欠：**如果公司无力偿还贷款利息或者无法履行借贷合同就会发生资金拖欠行为。在过往的案例中，公司会就贷款问题进行重新协商。但如果真的发生资金拖欠行为，公司受到的打击会需要一段时间来恢复，与此同时，公司股价会下跌，卖空者应当把握机会进行投资。

10 – K 文件

10 – K 文件是对公司整个年度的财务状况的全面审视，公司必须在年度末 60 天内完成文件的递交。10 – K 文件与年报并不冲突，然而，年报的内容通常细节信息少，更多的是模糊抽象的信息。

以下介绍卖空者分析 10 – K 文件时需要重点关注的部分。

业务简介

这部分内容实质上是公司的商业计划。虽然被称为简介，但通常有 50 页或更多。这部分内容包括对公司提供的产品和服务、竞争环境、商业模型、主要客户、营销体系以及竞争优势的介绍。卖空者可以通过这部分内容对公司有一个更好的了解。然而，如果阅读完这部分内容后还无法对公司的商业模型有一个清楚的认识，那么公司就可能存在问题了。

管理层讨论与分析

这部分内容是管理层对公司财务状况的阐述。包括对行业趋势、新产

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



品、竞争环境等内容的讨论。因为证券监管的要求，管理层讨论与分析通常比较谨慎，卖空者能从这部分获得许多有用的信息。

审计报告

虽然仅有一页纸，但所提供的信息是十分关键的。审计报告不仅对公司财务状况披露是否全面进行分析，还对其是否符合公认会计准则（GAAP）的要求进行评判。尽管揭露财务中的欺骗和挪用等行为并不是审计报告的任务之一，但是审计报告通常能发现这些问题，并向公司管理层或监管人员汇报。过去几年发生的财务丑闻使得审计公司更加卖力地检测财务报告中的欺骗问题，以维护其声誉。

如果经审计公司的审计没有问题，会标注“不合格”或“清洁”的意见。如果某些地方存在异议，审计公司会在审计报告中进行注释，如存在高风险的部分，有关联交易或发生改变会计准则、方法的地方等。

对于股东而言最为感兴趣的是审计公司“加强关注”的标注。这意味着基于目前的财务状况分析，审计公司认为该公司没有足够的现金流来维持当前的运作。除非业务得到改善或得到外部财务支持，否则公司将面临破产的风险。

审计公司还有权对公司财务公布情况持“保留意见”。这表明双方的分歧很严重，上市公司一些材料可能未按规定进行披露，审计公司会在报告中解释分歧的原因。保留意见最严重的类型就是“负面意见”，审计公司认为公司很明显向公众提供了错误性财务报告，在一些情况下，审计公司会退出审计活动，拒绝进行评价。

年报

尽管年报内容大部分是毫无价值的信息，但卖空者依然能从中寻找到线索，把握整篇报告的语气，从而发现潜在的问题。通常需要关注的便是“董事长致股东的信”，它常常并不是由董事长完成，而是由公司高层、公关公司以及证券律师集体合作完成。毋庸置疑，这封信一般都会将公司最乐观的一面展现给股东，但是依然能从中看到一些问题，卖空者需要关注的诸

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



如挑战、困难以及重建等字眼，这些都是用来掩饰潜在问题的官方说法。前期审计报告也需要关注，那些不那么乐观的字眼是否也在其中出现?

股东委托书

上市公司股东都会获得公司发布的股东委托书（也被称为 DEF－14），这份披露性文件允许股东对新理事，审计公司以及其他公司变动进行投票。

卖空者应当主要关注委托书中的管理层薪资水平这部分内容，管理层年薪数百万美元是很平常的事情，但这并不是管理层的主要收入来源。事实上，这仅仅是他们所有薪酬收入中很少的一部分，大部分主要由公司股票，如限制股票奖助金以及期权等组成。表面上看，似乎管理层与股东的利益变动完全一致，但这样理解并不准确，公司 CEO 可能持有大量公司股票期权，因此股票价格微幅上升都会给 CEO 带来数百万美元的收入。

《华尔街日报》一篇报道揭示了 2000～2010 年的收入前 25 强，排在首位的是甲骨文 CEO 拉瑞·艾莉森，收入高达 18.4 亿美元，公司股价在 10 年间也翻了三番。位居第二的是苹果公司的乔布斯，收入 7.49 亿美元（他的年薪仅仅象征性地从公司拿 1 美元，并且从未售出过所持公司股票），并且实现了公司股价 12 倍的增值。

但这并不意味着高薪必然能带来高回报，在收入 25 强中，有 7 人所在的公司是在亏损的，其中两个典型案例便是：

- **雷曼兄弟 CEO 理查德·福德**：收入 4.57 亿美元，公司破产。
- **戴尔 CEO 迈克尔·戴尔**：收入 4.54 亿美元，公司股价下跌 66%。

因此当卖空者关注高管薪酬时希望看到：

- 分给高管的股票数额是否合理?
- 薪酬是否建立在确定的标准上（如实现利润的增长）?
- 如果高管短期内离职，是否有相应的薪酬追回机制?

内部交易

公司高管买卖公司股票很正常，但这也带来一个大的问题：高管是否拥有未公布重要信息，使他们在交易中占据不公平的有利位置？这是肯定会存

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



在的，但因此而否定所有交易显然是不合理的。

由于20世纪20年代存在着大量猖獗的股票非法操控行为，为应对这个问题，联邦证券法出台了多项条款来保护投资者的利益。为正确地理解这些条款，首先要明确条款并不仅仅针对管理层，它们适用于所有“内部人”，包括公司高层管理、公司理事、核心员工，以及手握超过10%公司任意股票的股东。毫无疑问，公司总是试图寻找限制股东数量的方法，像迪斯尼这样的大型企业仅仅有7名内部人。因此卖空者可以从内部人的交易中获取有用信息。

证券法要求内部人遵守两项规则，首先，内部人需要对自身买卖公司股票的行为进行披露，按照表3、表4、表5以及表144的要求来进行。内部人需要遵守短期证券交易限制条例，该条例规定，如果内部人从一项持有期短于6个月的证券交易活动中获利，交易活动会被取消，获利收回。这主要是鼓励内部人进行长期投资活动。

卖空者的关注点无疑应当集中在“内部人的卖出行为”上。对于内部人而言，有众多合情合理的理由来卖出股票。像是馈赠亲友、投资多样化来降低投资组合风险、无偿赠与、离婚财产分割，甚至是缴付大额税单，等等。有些内部人会有计划地每季度卖出一定数额的股票，多数情况下这是内部人实现其资产多样化的方法之一。

卖空者应该对什么样的卖出行为需要多加关注呢？首先，需要对掌握最多重要公司信息的内部人进行关注，包括公司CEO和CFO。其次，在发生内部人同时大量抛售公司股票时，卖空者需要警觉了。判断的标准为是否抛售超过10%的所持股份，以及是否比之前卖出的份额大。

卖空者还应当对内部人在抛售股票时出现的股票价格波动进行关注。在股票价格小幅度回升时，内部人是否还继续抛售股票？如果是这样，则意味着股票价格还将进一步下跌。如果股价相比峰值时已经跌了50%或者更多，并且内部人还在持续抛售股票——抛售额占所持股份的10%以上，则卖空者可以确定公司的确存在问题。换言之，内部人已经对于公司好转失去信心，公司的问题将更加严重。

收益发布

当上市公司需要公布季度收益时，通常会召开新闻发布会，大多数情况

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



下新闻发布会的语调是乐观的，公司会强调所取得的成绩，但卖空者应当从中挖掘出更深层次的线索。一个需要注意的地方就是"形式所得"，这些收入是不符合 GAAP 的规则的，但对于形式所得也没有清楚的规范规则，因此公司经理都喜欢"更乐观"地给出数据。

卖空者需要弄清形式所得是否真实。另一项需要注意的就是公司在发布会上未公布的内容。公司可能在新闻发布会上没有公布资产负债表或现金流表，这是否是公司为了避免投资者发现问题而故意隐藏的呢？

电话会议

在公司就收益召开新闻发布会后，CEO 和 CFO 还将进行将近一小时的电话会议，可以通过公司网站或金融网站如雅虎或 SeekingAlpha. com 对会议进行了解。通常，会议的前 15～20 分钟是对季度的总结回顾，通过总结可以对公司经营情况以及今后的主要趋势有一个认识。但与专家的问答环节对于卖空者而言通常才是最有意义的。卖空者需要公司给出对于销量或收益下降的解释，理由是否充分？问题是否是长期的？公司有什么计划来解决这些问题？

此外卖空者也应当关注企业的"可视性"，这关系到公司是否对其规划有信心，对此项内容最好的诠释就是"导论"部分的内容，这部分会对公司的季度和全年前景进行预测。如果预测内容过于宽泛模糊，卖空者应当警惕，因为公司对其前景也不明确。有些情况下公司甚至会收回其导论部分所表述的内容。

利润也是卖空者关注的领域之一。利润是否逐渐缩减，如果是，为什么？一个普遍的原因是核心业务发展困难，公司试图拓展其产品类型，对于股价而言这可不是个好消息，这意味着公司业务经营困难，甚至出现亏损。

卖空者还应当关注管理层是如何应对专家的问题的。回答是否敷衍？是否有意避开重要问题？如果管理层带着敌意回答某些问题，那么卖空者就要高度关注了。最著名的案例就是安然公司 2001 年的电话会议。当时 CEO 杰弗里·斯金利破口大骂一个专家是混蛋，几个月之后，安然就破产了。

在本章中，我们可以看到一些力求准确的事情，像会计和公司财务披露

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



等存在着各种细微问题甚至是不正确的地方，这是成功的卖空者应当关注的。在下一章，我们将为大家介绍资产负债表，资产负债表包括公司资产、债务以及现金流情况等内容。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第六章　解析资产负债表

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

关键概念

- 资产负债表的种类
- 流动资产和债务比率
- 资产负债表外项目

“资产负债表”反映了一个公司在一定时间内资产、负债和所有者权益的价值。正如其名称所示，资产负债表的两边总是平衡的，此结论基于下列等式而得到：

资产 = 负债 + 所有者权益

这个等式是如何一直保持平衡的呢？原因就是使用复式记账法，每一项交易都有对等的两方面。资产负债表的等式反映出一个公司的资产来自于借贷和投资者的投资。但是还有另外一个重要的来源：利润。对于一个卖空者来说，他们会考虑一个公司是否会因为利润的减少或者下滑趋势而需要借更多的钱。当然，这种情况并不会持续太久，公司资产最终会缩水，并导致股票价格下跌。

资产负债表报告

通过公开申报，公司会展示最近 2～5 年的资产负债表的报告来让投资者对公司近些年的趋势有一个了解。对于一个公司来说，拥有数百万或者数千万美元的资产、负债和收益也是很普遍的。如果所有的数字都被放入收支平衡表或其他财务报告中，就会让人头晕目眩。为了解决这一问题，公司会采取办法将一些数据缩短。一个最普通的做法就是把数据转化成千或者百万。比如，XYZ 公司有 1100509000 美元的资产，用百万来计量，它就变成 1101 百万美元。正如你所看到的，最后一个数据被四舍五入成为整数。

公司最常用的资产负债表有两种：账户式和报告式。两种负债表有相同的信息种类但有不同的呈现方式。在账户式中，资产在左边，负债和所有者权益在右边。但是报告式中，资产负债表先列出资产、负债，最后是所有者权益。表 6－1 展示了百事达影视公司的资产负债表（以百万来计）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



表 6－1　　百事达影视公司资产负债表①

资　产	2010 年 1 月 3 日	2009 年 1 月 4 日
流动资产		
现金和现金等价物	$188.7	$154.9
应收账款	79.4	117.1
商品库存	298.5	432.8
净租金	298.5	432.8
递延所得税	13.6	13.4
预支付款和其他流动资产	139.1	184.6
总流动资产	1060.0	1258.6
净固定资产	249.4	406.0
递延所得税	114.6	124.3
净无形资产	7.7	11.5
商誉	0	338.1
限制用途的资金	48.1	16.0
其他资产	48.1	16.0
总资产	1538.3	2154.5
负债和所有者权益		
流动负债		
应付账款	300.8	427.3
预提费用	407.7	493.8
长期流动债务	101.6	198.0
资本化租赁流动债务	6.1	8.5
递延所得税	118.6	125.8
总流动负债	934.8	1253.4
所有者权益		
优先股	145.9	150.0
A 级普通股	1.3	1.2
B 级普通股	0.7	0.7
附加资本	5337.0	5378.4
累计亏损	(5786.9)	(5228.7)
累计其他亏损	(52.3)	(87.3)
总所有者权益	(314.3)	(2154.5)
总计	1538.3	2154.5

① http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1085734/000119312510058339/d10k.htm.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



首先请注意，被括号括起来的数据表示为负数。同时，一些账目不是很明确。例如，商品库存和电影资料馆之间有什么不同？为了得到更多的细节，平衡表会有附注，这些也都是GAAP标准所要求的。非常讽刺的是，一些附注也可能会因为复杂的专业词语和会计概念而变得非常难懂。卖空者为了能更好地发现公司的问题，所以他们会花费很多时间尝试理解这些附注。

附注所涉及的一个要点就是负债。什么是利率？债务什么时候到期？这些能为判断一个公司是否需要为了它马上要履行的责任来筹钱提供线索，这也能揭露一些资产负债表外的责任，其中就包括融资租赁和养老金义务。毫无疑问，以上两项会耗费大量的未来现金流。附注另一个重要的地方是它包含了一些会计政策，在这里你能看到一个公司是如何确认收益和支出的。这也能看出一个公司所假设的资金的类型。

例如应收账款中的折旧费用或者亏蚀估量。最终，卖空者也会发现与优先认股权有关的附注，当股票价格上升时，市场上会有更多的人持有该公司的股票。

现金

这是一个被滥用但是仍是所有卖空者都明白的句子：“金钱主宰一切。”手中没有充足的现金，一个再好的公司也会轰然倒地。百事达影视公司就是一个活生生的例子。当读附注的时候，有几个部分解释了公司的变现力，这包括为通过裁员、关店、重商租约和对经营效率的改善来减少花费所做出的一些努力。

现金是资产负债表中第一个项目，它不仅是银行里的钱，也包括库存现金。库存现金又包括高度流通的流动性证券，如国库券。一些投资者甚至把一些其他类型的资产比如应收账款甚至存货囊括其中。然而，卖空者会无视这些类型的流动性资产。他们也会忽视“限定用途的现金”——这部分资金用于一些特殊的目的，比如大的客户账务部。因为这些资金并不真的具有流动性，因而应将其从公司的现金收支表里删除。

接下来，一个卖空者会寻找现金收支表里有关季度性下降的信息。即使在收入增加时它自身也在下降吗？是的，这看起来很奇怪，但是对于比较弱小的公司来说这是很常见的。记住，管理层会因为它如何报告收入而变得很有进取心，但是对于如何在资产负债表中显示出更多的现金却无能为力。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



对于卖空者来说，另外一个有用的衡量标准是“每股现金盈利”，对此，他们会通过确定季度对季度的趋势来衡量。我们可以用下面这个公式来对其进行计算：

$$\frac{\text{现金}+\text{有价证券}}{\text{流通股}}$$

卖空者也会计算“消耗速度”。要计算这个数值，你需要找到现金收支表里的平均季度下降额并且假设它是持续的。一个公司要多久才能消耗完所有的现金？如果一个公司有两年内耗尽现金的趋势，这就是对卖空者的警示。公司需要有魄力地开源或节流，开源通常靠融资实现，而这又会稀释现存股东的利益。

应收账款

应收账款包括消费者欠公司的钱。就某种意义来说，这就是提供给消费者的赊账。虽然应收账款未必是坏事，但是卖空者会经常对它进行研究。其中一个原因就是它减少了现金流。例如，一个公司生产了 5000 万美元的商品，但是它需要花费 6 周的时间来从消费者手里筹钱。如下算式就是应收账款：

(6 周 ÷52) ×5000 万美元 =570 万美元

但是，如果假设收集这些钱只要 4 周，结果就是，应收账款变成 3800 万美元。换句话说，公司会平均多出 190 万美元。

卖空者会利用一些有用的工具来分析应收账款。其中一个是查看呆账备抵（allowance for doubtful accounts），这也被称为“应计科目”（accrual），意味着管理者在评估方面比较谨慎。无须多言，这些会导致收入的夸大。至于“呆账备抵”，这是通常不会被收集在应收账款中的被估计部分，它从应收账款中被减掉，一个数值较低的呆账备抵会同时提高应收账款和利润。当卖空者看到估量比产业基准低很多或者当应收账款增加却伴随着呆账备抵减少时会变得很疑惑，而当总的百分比出现很大降幅时也是一个危险信号。

“呆账备抵”在财务制度中类似于“贷款损失准备金”这一概念，这是关于资产贷款需要被损耗殆尽的估计。例如，2001 ~2007 年，美国银行一直在降低他们的贷款损失准备金，人们坚信经济会持续增长和资产价值会保

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



持强势。然而，众所周知，这最后被证明是一场灾难，整个金融体系几乎崩溃，借款者极大地低估了坏账。结果产生了巨大的损失，政府必须借入巨大的紧急融资来对其进行补救。

为了计算出应付账款，卖空者也要分析“回转天数”（DSO），它显示了把应收账款转化成现金花费了多少时间。下面是计算公式：

$$\frac{\text{最终收款}}{\text{赊账收入}} \times \text{当期天数}$$①

这个计算会有一些差异但是仍是一个很好的近似值。同时，公司也许有他们自己的方式使数据看起来更好。

什么是一个好的回转天数 DSO？它确实依赖于该行业，所以计算出对手的相应数据不失为一个好办法。因此，如果你看到一个公司有一个 30 天或者比平均值更高的数字，这就显示这个公司对于会计变得更加乐观，但也有可能是该公司的公众集资出现了问题。

卖空者也会查看公司的销售和应收账款是不是出现了脱节。确实，商品增长率和应收账款增长率会有一些不同。然而，卖空者会寻求最主要的差异。很可能出现这样的情况：销售增长了 50% 但是应收账款却增长到 100%，这也许是不良收入的反映。其中一个原因可能是公司为了提高销售额而放松赊账标准，又或者，是有了不良的筹款措施或者有积极的销售方法——例如“填充渠道”——这表示供给的商品远远高出消费者的需求。

存货

有三种形式的存货。第一种是“原材料”，它是生产产品的最基本的组成部分，例如钢铁和塑料。接下来是“半成品”，它是还未完成的物品。最后就是公司的“制成品”，正如其名字所示，这是已经准备好出售给消费者的产品。

存货是公司毛利的重要组成部分，但同时也受到管理中操作的支配。为了理解这一点，我们来看一个例子（见表 6－2）。

① 通常 91.25 天是一个常用季度。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



表 6－2　　存货结果操作　　单位：百万美元

科目	去年	今年
销售	100	120
期初存货	20	10
加购买额	30	50
待售商品	50	60
减期末存货	10	15
销售成本	40	45
毛利润	60	75

一个公司的毛利润是销售额和货物销售成本（COGS）之间的差价。为了计算出 COGS，你需要加上最初的会计周期里的存货以及之后任何额外的存货购买支出，然后再减去会计计算期末手中所持有的存货。

看表 6－2，去年的 COGS 计算首先加上了 2000 万美元的期初存货和后来的额外购买支出的 3000 万美元。然后减去 1000 万美元的期末存货，最后得出 COGS 就是 4000 万美元。这些都听起来很好，不是吗？问题是针对于今年而言的。看这个表格，去年的期末存货就是今年期初存货，只有 1000 万美元。通过减少存货支出，才能创造将来的高额毛利，并最终提高纯利。因此，卖空者会查看一个公司的财务报告，以便确定在会计中的存货是否有变化，如果存货有变，那就有可能是膨胀的结果。

例如，假如一个公司把它的会计估算方法从 FIFO（最初进入，最初卖出）改成 LIFO（最后进入，最初卖出），卖空者就应该提高戒备了。

基本上，如果存货花费正在上升而公司并不想将其公开，它就会改为采用 FIFO 的估值方法。这也就意味着，最初买进的东西首先就会被计算入存货的价值的估算之中。

其他关于存货的问题

有某些种类的行业受存货的影响会很大，零售就是其中之一，尤其是那些针对玩具和最新时尚的公司。消费者兴趣的改变会轻易地导致无用存货的增加和持股人利益的损失。另一个脆弱的行业与科技有关，消费者总是想拥有最新的小发明，但是如果一个新的发明并不实用呢？那么它将被废弃。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



对于卖空者来说，有几个方面是他们分析存货时必须仔细查看的。例如，折扣和账目的划销是主要的危险信号。这些东西暗示一个公司正受困于挪动存货并正采取措施处理这个问题，最终，利润会受到冲击。接下来，卖空者会查看存货的周转率，原因在于该周转率可以彰显高额存货花费的一些信息。毕竟，购买和存储生产成品所需的原料还是有必要的。存货被存储于仓库或商店储物柜中的时间越长，总花费也就会越高。

“库存周转率”是：

销售商品成本 ÷ 平均库存

卖空者会将此周转率同行业内水平相比较，同时也能看出这个比率是否随时间而增加。

另一个有用的存货指示器是“存货周转天数”（DSI）。DSI 能衡量存货在仓库中的平均时间，如果该数值随时间增加——并比其他同类工厂高20%甚至更多——存货就会成为一个问题。

计算公式如下：

$$\frac{\text{期末存货}}{\text{COGS}} \times \text{周期所包含的天数}^{①}$$

卖空者也会考察原材料是否有增加的趋势。若其增加速度高于制成品，那么这个公司就有可能在生产过程中出现问题。此外，卖空者也会将存货的增长同销售作比较。它是不是增长更快了？如果是这样，就说明消费者对此有滞后需求。但是卖空者必须非常谨慎，当有新产品登录市场或者假期的时候，公司会预先增加存货。

软资产

软资产（soft assets）在某种程度上说是含糊的，并且不是公司资产负债表中典型分类中的一项。事实上，该科目更像“其他资产”、“待摊费用”，“其他非流动资产”、或者甚至是“软件开发成本”。正是如此，为了更好地理解这些资产的本质，卖空者会阅读财务报表中的附注。毫无悬念地，这些可能会揭露出公司为了使财务报表看起来更漂亮而试图掩盖的一些交易。例如，软资产也许是公司把现期花费转化成资产的一种方式，这被称

① 记住，一个常用的季度是91.25天。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



为“资本化花费”（capitalizing expenses）。

举个例子，假如 XYZ 公司正把 500 万美元投资于一项非常有野心的市场竞争。毫无疑问，其收益会持续好几年。所以为什么不把这 500 万美元花费在，比如，这五年之中呢？这也就意味着，在第一年，公司投资 400 万美元作为资产的同时会花费 100 万美元的费用。很显然，这会导致利润过分夸大。我们也不能称其为错误或者违法，但它确实给我们亮起了警示红灯。假如某公司的软资产正在以很高的速率增长，比方说比销售额高 20% 或者 30%，那么利润夸大的问题就会表现得十分明显。

企业信誉（商誉）

企业信誉是从企业收购中获得的一项资产，它是购买价格和目标公司净资产价值之间的差价。为了更好地理解这一概念，我们来举一个例子。假如 IBM 花 1000 万美元购买了 XYZ 公司，这家公司研发软件并且仅有 100 万美元的资产，但是 IBM 必须计算上剩余的 900 万美元的价值，那就是企业信誉。

“无形资产”代表了知识产权、品牌和客户名录的价值集合。但是如果企业信誉的价值被夸大了呢？也许 XYZ 公司不能保证它的成长或者是可持续竞争的。为了处理这一点，就必须有一个对企业信誉的年度审核。如果价值有缩水，我们称之为“损伤破坏”，那么公司就必须对盈利打折扣。

对于卖空者来说，他们会考察在资产负债表中信誉值较高的公司。如果收购看起来太富有侵略性，那么在将来或许会以信誉的减少而告终。

长期资产

长期资产包括厂房和设备之类的东西。最初的时候，公司会将这些资产记录在资产负债表的初始成本中，但是过一段时间，公司会因为损耗和贬值而将其消耗掉，这通常被称为“贬值”。依据资产的分类不同，“贬值”也会有所变化。例如，一个电脑大部分会有一个为期 5 年的贬值年限。但是另一方面，一幢建筑的贬值年限会超过 30 年。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



接下来，公司选择使用贬值的种类，这包括两个主要的类型。首先是"贬值基准线"（straightline depreciation），即每段时期有相同的贬值额度。所以，如果一个电脑花费 2000 美元并且期限为 5 年，那么每年的贬值额就是 400 美元。接下来，公司可以利用"加速折旧"。在这种方法中，在资产周期的第一年或者第二年，该公司会对其进行比较大的消耗，主要原因就是为了得到更多的减税。

贬值可以变得非常复杂，并且公司喜欢把它藏在财务报表的附注里。然而，卖空者会深度挖掘并且寻找危险信号。首先，公司加长了贬值期限就是一个预兆，这将会减少每年的贬值额。此外，如果贬值方式出现变化，卖空者也会得到警示，例如，贬值方式从加速折旧变为直线贬值，这或许会造成人为的利润夸大。

负债

研究资产负债表的时候，卖空者会花费大量的时间审查负债，当收入或者现金流下降时，债务会对公司带来严重影响。

一个公司可以有两种负债。首先，是"流动负债"，这个大多要在一年之内付清，它包括：

- **应付账款**：欠卖主的资金，比如存货或者原材料供应。
- **应付利息**：利息花费的欠款。
- **预收账款**：这是公司尚未提供服务或产品却已得到的收入。例如，一个消费者提前预支了两年的服务费用，在这种情况下，公司就必须将未来的收入记为负债。
- **税款**：要求公司根据季度情况付税。
- **一年内到期的非流动负债**：这是要在当年内付清的长期负债。

下面一种类型就是"长期负债"，这种负债的偿债期在一年以上。主要包括：

- **债券**：对公众发行的债务，到期日通常在 10 年至 20 年之间。
- **期票**：到期日在 1～10 年的债务。
- **抵押贷款**：对建筑物发行的贷款。

当然，如果一个公司无法清偿债务，破产通常是其最终结果。在这种情况下，股票价格也许会跌至以分计算，这也是给卖空者提供的最后一笔

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



交易。

公司有两种方式来处理破产。最常见的方式在“第十一章破产”条例中被列出。这是指公司有非常健康的业务往来，但是它不能处理债务结构，因而该公司要进行重组操作并试图将事情扳回正常轨道，而事实上，许多公司都运行良好。接下来，一个公司也许要申请“破产”（第七章）。在经营模式失败以及清算资产时才会涉及破产的相关内容。在这种情形下公司就几乎不会剩下任何价值。

除了对破产进行申请，还有一些事情是经常发生的：股东的投资会损失一部分，有时甚至会失去全部，主要原因就是“优先索赔权”这一概念。也就是说，在一家公司进入破产期后，债务持有人通常有获得该公司财产的优先权，在大多数情况下，留给股东的财产就会很少，甚至所有资产都被债务持有人瓜分殆尽。

流动比率

一些常见的财务比率会让人们对公司的流动性有一个大致理解。当然，如果这些比率很低而且有下降趋势，卖空者就会对此很感兴趣。例如，流动性比率就由以下公式计算：

流动资产 ÷ 流动负债

流动性比率为 2∶1 的公司处于安全境地，但是要注意，不同行业的公司面临的境况可能不同。毕竟，一家主要的公司不会有太高的流动性比率，因为它通常有固定的贸易关系并能获得稳定资金。

之后我们要谈的这个比率就是速动比率。一些流动资产其实并不需要太高的流动性，比如说库存。在这种情况下，“速动比率”就更有约束力，其计算公式如下：

$$\frac{\text{流动资产}-\text{库存}}{\text{流动负债}}$$

如果这个比率低于 1.0，该公司就可能有潜在的风险。

负债比率

有很多衡量公司债务水平的方法，其中一个最常见的方法就是“负债

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



与股东权益比率”，下式为其计算方法：

$$债务总额 \div 权益总额$$

卖空者在估算时会尽可能地将长期和短期债务都纳入考虑范围。通常来说，如果一个公司的负债比率超过了70%，其资产负债表会有很强的杠杆作用；如果有现金流问题，就会很难实现公司的债权。强大的财务杠杆会使得公司很难从贷方获得融资，这就阻碍了该公司的发展壮大。

另外一个比较有用的指示器就是“收入利息比”，这个比率从某方面展示了公司的偿债能力，其计算公式如下：

$$收入利息比 = \frac{息税前利润}{利息费用}$$

息税前利润（EBIT）是计算公司现金流的一种方法。更重要的是，在决定贷款或者设定期限时，贷方常将此纳入考虑因素。例如，银行可能要求公司的收入利息比在7%及以上，这就为贷款提供了一个安全系数。如果此比率降至规定水平之下，公司就处于违约地位，银行就有权利要求偿还贷款。卖空者会找到这些贷款的期限并时时追踪，如果一个公司有违反的迹象，此公司就很可能做空头交易。

债权价格

在股票市场上，有许许多多的个人投资者。在一些情况下，他们很可能缺少投资经验，因此何时买入和持有一只股票就成了主要问题。结果可能是一只股票的价格保持在被高估的水平——至少在短期内是这样。另一方面，债权市场主要由有组织的集体投资者组成。毫无疑问，他们对公司的特定问题有更多了解，并会依此进行交易。同样地，卖空者会经常分析公司的债权价格来了解大致的情况。如果情况是负面的，那么股票价格就可能存在着一个被延迟的影响。

有这么多的在线金融机构，如今要研究债权价格已变得很容易了，这个价格被报为一个1000美元的票面价值（当公司偿还债务时，投资者得到的金额）的百分比。例如，假设XYZ公司有一笔10年内到期的金额为1亿美元的债券，在市场上，他们以62.75卖出。为了理解这些，你必须进行下列演算：

$$62.75\% \times 1000 = 627.5\ (美元)$$

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



债券价格因几个关键的要素而变化，其中一个就是利率的变动。如果利率升高，债券的价格通常会降低；反之则相反。原因就是，为了保持竞争力，一个债券必须依据其到期日进行调整，因而一个卖空者必须将这种变动考虑在内。但是一个债券的价格也可能因公司风险而有所变动。如果人们都认为该公司在偿还债务上有困难，其债券价格就会下降（见表 6 - 3）。

表 6 - 3　　债券定价的指导方针

价格	解　释
80 ~ 90	可能存在一些问题（特别是价格在 90 以下的债券），但是也可能是一个假的警报
60 ~ 80	债券持有者绝对很关心，绝大多数人都质疑该公司偿还债务的能力
40 ~ 60	该公司可能已经违约或破产
40 及以下	该公司可能已破产

z 值

有一种可以提供一家公司将要破产与否的指标——z 值（z-score）。爱德华·奥特曼发明了这一指标，并获得了诺贝尔经济学奖。计算 z 值的公式如下：

$$Z\text{值} = 1.2a + 1.4b + 3.3c + 0.6d + 1.0e$$

式中，a = 运营资本 ÷ 总资产；

b = 暂存利润 ÷ 总资产；

c = 息税前利润 ÷ 总资产；

d = 股票市值 ÷ 总资产；

e = 年销售额 ÷ 总资产。

正如你所看到的，以上公式用到了损益表和资产负债表中一系列重要的经济术语——它们都和总资产相关。通常来说，z 值越大，该公司的财务状况就越好。但是如果 z 值低至 1.8 或者以下，那么这个公司就存在着一些问题，可能会存在卖空的机会。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



信用额度

“信用额度”是一个公司财务的固定值，公司随时都可对其进行评估。然而，在一些情况下，一家公司可能会毫无预期地超越这个额度。的确，对此可能有一些合理的解释——比如，为一个新产品或销售季节而增加信用额。但是如果一家公司已经有陷入困境的迹象，那么信用额度的下降可能是一个危险信号。如果一家第三方信用机构——比如说标准普尔或者穆迪评级——决定降低该公司债券的评级，这也是一个危险的信号。

特殊的债务

公司在掩盖债务方面可能会很有创造性。当然，卖空者会将这些债务曝光于公众视野。事实上，形式多样的债务量可能会很大，而且会给公司带来许多的风险。

一个例子就是合作养老金。尽管这种形式的退休福利现在已经很少见了，仍有许多公司有养老金债务。这些公司通常是老牌的公司，比如汽车制造商和矿产经营者。从定义上来说，“养老金”暗含着代表受益人投入资金的一种信任关系。问题是很难获得丰厚的回报来偿清未来的债务，在人们的生命周期越来越长的情况下，这个问题尤为突出。为了对债务的程度有一个了解，公司实际上要估算平均回报。不用多说，这肯定会受限于公司的判断力，也会在一定程度上扭曲结果。

如果一家公司提高了它的平均回报——这会将其全部的养老金债务进行压缩——卖空者就会尤其对其注意。当行业内其他公司没有这样做，以及金融市场近些年稍滞后时，这种情形就尤其明显。

另一个有潜藏风险的领域就是一家公司的“账外负债项目”，正如其名字所暗示的，你不能在公司的主要资产负债表中发现这些债务，而必须通过脚注来寻找，这将会是一个棘手的过程。一个账务负债项目经常以被称为“特殊目的实体”（special purpose entity，SPE）的新公司的形式出现，在某种意义上说，特殊目的公司是独立运转的实体，它可以在进行经营活动同时将债务保留在自己的资产负债表中。比如，安然公司就是一个臭名昭著的滥

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



用账外负债项目的例子。有趣的是，许多主要的金融机构也都在这个项目上花费数亿资金，这在 2007 ~ 2008 年金融大滑坡中成为一个严重的问题。

一些卖空者用一个特殊的比率来衡量真实的债务：

$$\frac{\text{资产负债表债务}+\text{资产负债表外债务}}{\text{权益}}$$

卖空者会经常观察这个比率的增长情况，并会和业界同行进行比较。在一些情况下，一家公司可能采用非常具有攻击性的方法来计算负债，比如采用产权的方法可以掩盖不正常业务中的主要资产。在收购其他公司时经常采用这种产权的方法——只要产权低于 20%，公司就可以进行一次利落的收购。也就是说，它可以将收购的公司当做一项资产放在自己的资产负债表中，但是其负债项目中可以丝毫不体现这一点。卖空者正是由此认为产权的衡量方法是一个比较具有侵略性的会计计算方法。

或者可以考虑租赁。尽管这是一种合法且可以彰显运行效果的方法，但是公司仍然有许多机会来做“聪明账”。这主要取决于租赁的形式。如果有一个“资本租赁”项目，公司就可以将其列入资产负债表中的负债栏，并考虑用更保守的方法进行披露。然后就是“营运租赁”，如果采用这种方法，公司必须在租赁期后还回资产，因此就不用将其列入资产负债表。

所以，卖空者需要阅读脚注来估计营运租赁的数额。之后，他/她会将此与整体销售额进行比较，如果营运租赁的数额很客观，那么这个公司就可能在它的账户上很具有攻击性。

卖空者最后要注意的一个部分就是“担保”，这是一项潜在的债务。如果产品有问题的话，公司就要负责修理。但是由于整体债务的状况并不确定，管理层必须作一个评估（在自然增长的范畴下进行），其中的诱惑在于可以对这个潜在的债务进行较低的估值，也就意味着对收入的较低冲击。事实上，戴尔就对其计算机帝国做了这样的事情。但这家公司最终还是要将政策扳回正确的轨道，并获取更为保守的估计值。你会发现这些软账户的增长还有“应付费用”以及“其他流动负债”之类的名称。当这些账户突然增长时，卖空者就应该对其进行记录。

权益

资产负债表中的权益部分表明了投资者对公司所做的贡献，累计的收入

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



和损失也可以从中得到体现。如果权益项目有下降趋势，这对投资者来说绝对是一个危险信号。

权益项中最大的部分通常是“普通股”，这包括公司向公众发行的所有股票。然而，这个价格是“票面价值”，此价格是人为设定的，而且通常比实际的股票发行价要低。为了弥补差价，资产负债表又增设了一个项目——“附加资本”，这个项目表示高出该公司普通股票面价值的部分。这样，资产负债表就可以体现出“库存股”，库存股包括了公司回购的普通股票。

最后一条账户是“留存收益”。如果一家公司有利润，那它就被添加在这一项。换句话说，利润可以增加股东的权益。如果公司没有获得利润而是出现亏损，那么反过来也是成立的。留存收益常随股息的支付而减少。卖空者会通过观察留存收益来获知公司的大体经营状况。如果一家公司的留存收益额是负的，而且数额巨大并呈不断增加趋势，这就绝对是一个危险信号。

权益和真实价值

要牢记资产负债表中的权益价值和公司的市场价值并不等同，区别在于市场价值通常比较高。表 6－4 列出了一些例子。

表 6－4　　五家公司的市场价值和权益价值的比较　　单位：亿美元

公司	市场价值	股东权益
谷歌	156	36
福特	43	8
可口可乐	126	24
IBM	161	22
埃克森石油	280	110

许多原因造成了以上的不同。比如，权益账户采用了保守的会计估价方法；另外，过去几年公司可能蒙受着巨大损失或支付着高额红利。尽管如此，权益账户依旧具有很大的观察价值。在某种程度上，这是反映公司调整其债务积累的价值的一种方法。更为重要的是，卖空者会经常查看“股东权益报酬率”，下式列出了其计算方法：

$$股东权益报酬率 = \frac{净收入}{权益}$$

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



卖空者想要找到那些增长率比股东权益报酬率高的公司，原因就是这样的公司并没有足够的现金流来支持企业的增长，因此公司就需要寻找更多的融资，发行股票就是方法之一。这就引起了“稀释”的问题。当公司发行更多股票时，现期的股票持有者的股票价值就会下降，这就是股值“稀释”问题。在一些情况下，稀释问题可能会非常严重。考虑一下“有毒的融资”（toxic financings）吧，没错，这是一个官方的称呼——也是卖空者高兴看到的情况！

在公司放慢发展速度以及出现融资困难时，“有毒的融资”就会出现。总之，资产费用会出现突然上涨，最后使得股价出现大幅下降。

“有毒的融资”的大体结构就是“上市后私募投资”（PIPE），确实，PIPE 并不总是一件坏事。但是如果过分结构化，对现有的股东就会尤其有害。

为了对此有更深一步的理解，我们来看一下 PIPE 是如何运作的。“PIPE”就是通过私募发行来对证券进行保险。在这种情况下，提供资金的过程中可能只有少数投资者，因为他们熟知相关制度，而且披露的要求也不像公开上市那样烦琐，这些原因就使私募过程更快也更为便宜。

在进行投资之前，投资者们通常要进行广泛的“合法清查”，这意味着公司可以了解危急信息并对公司的地位有一个清晰的认识。而且，如果事情看起来并不太好，投资者肯定会进行一个有着严格要求的 PIPE。公司会发出新闻稿对转变进行一个大致的描述。但是一个卖空者会查看“8 – K”，8 – K 提供了这方面足够的信息。卖空者会特别查看 8 – K 的认股证书。从根本上说，认股证书给了 PIPE 投资者购买该公司更多股票的权利，这也被称为“股权参与”。有了以上保证，PIPE 投资者在投资上会得到额外的回报。但同时，现期股东的利益也会被稀释。下一步，PIPE 投资者就可能得到一个“可转换证券”，这实际上是一个证券或者一种股票，PIPE 投资者凭此可以兑换到公司固定数额的普通股票，因而这种股票通常更受欢迎。为了提供保护，投资者还有“重置功能”，这意味着股票价格降幅愈大，投资者可以转换得到的股数愈多。这会引起“死亡漩涡”（death spiral）的出现，使股票逐渐消亡。最终，PIPE 投资者会以持有大部分公司股票的方式谢幕。还可能会有更多的利益，比如“清算优先权”，也就是说在清算时 PIPE 投资者会有优先获得的权利，这通常会令普通股东一无所得。

或者，在证券上可能还存在着“话语权”，在公司被出售时这个“话语权”才能派上用场。如果出现这种情况，PIPE 投资者不仅能拿回初始投资，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



而且还将得到未付的红利，投资的回报也将支付给投资者，这对现有股东无疑又是一次重击。

如果 PIPE 有部分或全部以上特征，现有股东的利益会受到严重冲击。来看来自宾夕法尼亚州立大学达顿工商管理研究生院教授们的研究。根据他们的研究结果，在一年的融资期里，有毒的 PIPE 导致了平均 22% 的负回报①。

共同比财务

在财务报表中找到不良趋势是一件很困难的事情。所以为了让事情明朗化，卖空者创造了同型收益表和资产负债表，通过运算一览表可以完成上述工作。首先，卖空者会比较至少两个会计期间——比如说这一年和上一年的结果的比较。之后，他/她会选择一个参考系。在损益表中，这意味着所有的项目都被表示为收入的百分比；而在资产负债表中，参考点则可以是全部的资产。

表 6 -5 给大家展示了一个例子。

表 6 -5　　资产负债表的参考点

年份	2010（以百万美元计）	2010（收入百分比，%）	2011（以百万美元计）	2011（收入百分比，%）
现金	10	1	11	1
应收账款净额	30	4	70	7
存货	50	7	75	7
流动资产总额	90	13	156	15
厂房和设备	300	44	310	30
商誉	200	291	400	39
总资产	680	100	1022	100
应付账款	40	6	16	2
税金	15	2	20	2
长期负债	500	74	600	59
总债务	555	82	900	88

① http://faculty.darden.virginia.edu/chaplinskys/documents/pipes_may%2005.pdf.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



续表

年份	2010（以百万美元计）	2010（收入百分比，%）	2011（以百万美元计）	2011（收入百分比，%）
普通股	100	15	100	10
附加资本	3050	7	50	5
留存收益	（25）	-4	（28）	-3
权益与负债总额	680	100	1022	100

在观察表6-5时，百分比的变化能为我们更好的理解提供帮助。在过去的一年里，应收账款从总资产的4%提高到7%。这可能意味着此公司在销售产品上存在着一些困难。事实上，从留存收益上来看，这家公司正在蒙受损失，而且正在借款维持生产。另外，他们的商誉正在飞速提升——这可能是公司兼并的结果。

这一章的分析结果或许会让人气馁，即使是一流的投资者也不能完全抓住财务报表分析的精髓。然而，对于优秀的卖空者来说这是一项非常重要的素质。当然，对于考虑多头的投资者也是如此。财务分析能力提高的关键在于养成阅读季度报表的习惯。随着时间的延续，这种分析能力会逐渐成为你的第二天性。

在下一章中，我们会看一下展现了公司利润状况的损益表，通过此表，管理层可以有很大的自由度来影响结果。因此，对于卖空者来说，这也是寻找投资灵感的途径。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第七章　损益表

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

关键概念

- 损益表的种类
- 营业收益和非营业收益
- 收入确认政策
- 分析收入估测

损益表是华尔街上最受关注的报表。投资者希望所投资的公司收益持续增加，从而带来更高的股价。

每个季度后的几周是“财报季”。这个时候，多数上市公司会报告其财务状况。在此之前，投资者和分析人士会尽力估测收入。一般来说，他们的预测很准（至少通常情况下是这样）。不过，一些公司也会让投资者“意外”。当其实际收益低于预测时，就会产生一些负面的影响。在这种情况下，股票下跌10% ~20%是很常见的。

损益表格式

从表面看，损益表里的信息一目了然。损益表显示收入和费用——两者之差便是利润或亏损。当然，损益表里的这些项目会因假设条件和会计政策而变得繁冗复杂，甚至有时还会涉及诈骗。损益表反映一个时期内公司的财务状况，如一个季度或一个年度。损益表有两种格式——单步式和多步式。

首先看单步式。这种格式最简单，只有两组数据——收入和支出。表7－1即是一个例子。

表7－1　　单步式损益表样表　　单位：美元

收入和收益种类	数　额
收入	120000
利息收入	100
资产销售收益	20000
收入和收益总值	140100
已售产品成本	56040

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



续表

收入和收益种类	数 额
销售、综合性和行政费用	42030
利息支出	2000
折旧	14010
税收	5000
净收入	21020

下面我们来看多步式格式。这种格式比单步式格式更常用，因为这种损益表有小计，可以进行更详尽的分析——如毛利润、运营支出等。表 7－2 即是一个例子。

表 7－2　多步式损益表样表　单位：美元

收入和收益种类	数 额
收入	120000
已售产品成本	48000
毛利润	72000
运营费用	
销售、综合性和行政费用	36000
研发费用	5000
运营收入	41000
其他收入	
利息收入	1000
资产销售收入	20000
其他费用	
利息费用	3000
折旧	7000
税前收入	52000
收入税	8000
净收入	44000

收入

“收入”是公司通过向客户销售产品或为客户提供服务而获得的回报。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



收入也叫“顶线”（top line）——因为收入项列在损益表的顶端。

一些公司可能没有收入。比如，某些网络公司在一定时期就内出现了无收入的情况。甚至在当今社会，许多生物技术公司的顶线也还是0。不过，这些公司的价值可能依然高达数亿甚至数十亿美元，这是因为这些公司最终会生产出高销量的药品，带来丰厚的收入和利润。换句话说，一家公司若想成为稳固的上市公司，必须有强大的收入基础——或预期将拥有强大的收入基础。

营业收入和非营业收入

“营业收入”是来自公司核心业务的收入。比如，谷歌公司的营业收入是广告费。事实上，广告费约占该公司全部收入的99%。不过，公司也可能有“非营业收入”，即来自业务的非物质性部分或特殊交易，如出售分公司。

通常情况下，公司的营业收入包含几个部分，特别是像通用电气公司这样的巨型公司。不过，通常有一项收入占据主导地位，一般占总收入的大部分。这一项收入也正是卖空者关注的地方。所以，如果公司的核心业务发展趋于缓慢，那么麻烦可能即将降临。毕竟，公司的其他业务很难填补核心业务发展缓慢造成的差额。

收入确认

根据公认会计准则GAAP，公司有多种方式进行收入确认。这些方式通常都对收入的计时和定量作出规定。一些收入确认方式较保守，而其他一些方式更自由，故很可能夸大收入（至少是短期内的收入）。无疑，卖空者应该密切关注的是自由的确认方式。“完成合同法”就是一种比较自由的收入确认方式。这种方式适用于有长期合同的公司，如技术服务提供商、咨询公司和建筑运营商。

客户一般支付一部分预付款，再按照要求和期限支付余款。那么，这些款项是否要在合同签订时全部确认呢？合适的做法是随着合同的各部分履行而同步确认收入。不过，这会产生一个问题，即估测表现。所以，一些公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



比较激进，预先确认大额收入。事实上，一些公司，如冠群电脑公司（Company Associates）在某些时候就会预先确认全部收入。然而这会扭曲实际收入，因此公司必须重新编制过去的财务报表。

此外，卖空者还需要关注“票据持有法”。使用这种确认方式的公司给客户开发票，但货物仍保存在仓库中。这种收入确认方式较快，但这是一种冒险的方法，很可能会夸大利润。而且，考虑到存货的储存成本，这种方式长期来看非常昂贵。所以，证券交易委员会对公司如何实施“票据持有法”有严格的要求。一般来说，该委员会要求公司给出一个合情合理的理由，比如需要暂时存货。阳光电器公司（Sunbeam Corporation）就曾钻过“票据持有法”的漏洞。20 世纪 80 年代末，该公司不仅储存了大量产品，还提供折扣，鼓励存货。证券交易委员会最终发现了这一情况，随后阳光电器公司便受到了调查。

另一个需要谨慎对待——但也可能被滥用——的概念是主体和中介的关系。如果一家公司对其产品有所有权，且销售产品，那么它就是一个“主体”，就能确认交易中获得的所有收入。当然，该公司也要承担遭受亏损的风险。不过，一家公司有时只是经纪商或中间商。比如 eBay，它的运营过程中根本没有存货。在这种情况下，经纪商确认收入总额的话会有误导性。公司应该只确认费用或佣金——这要比收入总额小得多（一般占收入总额的 10% 以下）。不过，一些公司为了显示自己是真正的主体，常常大肆夸大收入。这种行为在网络泡沫时期的许多公司里都很常见。

最后，兼并也易于被用于“收入操控”。比如，买方公司可以让兼并中的目标公司延迟报告收入。这意味着买方公司可以提前确认更多收入。

特殊情况

某些行业的收入情况比较特殊，而卖空者可以利用这些特殊性寻找出现的问题。我们来看看零售业和餐饮业。通常情况下，卖空者不会太关注总收入，原因是总收入可能因为公司在新地址大量开店而被夸大。

卖空者更关注的是“同店销售额”（SSS）或“可比店销售额”。这两个概念可以更容易地衡量某一家店的业绩表现。一般情况下，同店销售额通常是对一批核心店而言。这些店通常已经营业一年以上。所以，有时可

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



能发生总收入增加而同店销售额减少的情况。这自然会受到卖空者的关注。

另外一个有用的概念是“每店平均收入”，卖空者会将其与同店销售额相比较。如果同店销售额上升，而每店平均收入下降，那么这是另一个负面信号。也许新开的店出了问题，或公司改变同店销售额的实际数字，从而夸大了收入额。

收入确认的另一个特殊情况是软件行业。传统的软件公司以“许可”的形式出售产品，收取预付款和维修费用。但软件公司发展新业务会越来越难，这一点从许可费的下降中可以看出。不过，连续不断的维修费用能够补偿许可费的下降。

供应商融资

供应商融资是指公司为主要客户提供赊销服务。这不属于应收账款。公司进行供应商融资时，实际上充当了银行的角色。

供应商融资的原因不言而喻。比如，它有助于稳住客户源，提供增值服务。事实上，许多大公司都使用这种方法，比如甲骨文公司和通用电气公司。另外，供应商融资还能增加利润。为什么呢？主要原因是公司在实施供应商融资时，通常会提高产品价格。而且，公司能从持续的利息和其他收费中获取利润。不过，公司有时会过度地进行供应商融资。实际上公司的大部分销售都采用了这种方法，比如20%以上。有时，客户很可能无法偿还供应商融资。这样，公司的产品质量可能就会降低，长远来看公司的价值也会逐步降低。2001～2002年的朗讯（Lucent）就出现了这种情况，当时整个电信行业都很不景气。

收入变动

公司的收入突然上升会怎样呢？当然这通常会让希望看到股价上涨的投资者兴奋激动。然而，卖空者也会对此感兴趣。他们会关注：新增收入是真的吗？收入增加是不是推动股价上扬的一个手段呢？

通常情况下，卖空者会疑虑重重，特别是有其他因素出现的时候，比如

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



该公司所在的行业正处于停滞状态，或者有问题亟待解决。另一个负面信号是公司没有新产品上市或没有签订主要客户合同。公司可能利用会计手法企图刻意增加收入。

支出

损益表里收入部分之后列出的是公司的支出。在考虑这些费用时，我们必须事先将所涉及的支出认定为资产。为什么呢？我们以一个例子来说明。假如公司花 50000 美元购买一件设备。根据公认会计准则的规定，这 50000 美元在资产负债表上显示为一项资产。但公司会逐渐从这件设备中得到好处，即通过它创造收入。所以，公司需要在这件设备的使用期限内不断地为这项资产支出费用。这叫做折旧。最终，公司或者将这件设备的全部价值折旧，或者售出这件设备。有些情况下，公司会将过时的设备处理掉，承担其剩余价值未实现造成的损失。

这个概念不难理解。不过，公司会试图压低折旧费用，以抬高资产的价值，从而创造虚假的高利润。

已售产品成本

已售产品成本表示与产品销售直接相关的费用。对一个服务公司而言，这个概念叫做“销售成本”或“收入成本”。事实上，这项费用非常清楚（即提供服务的专业人员成本）。而业内对已售产品成本这个概念则各有不同的理解。一般来说，已售产品成本包括生产工人的薪资和存货成本。

但除了这些，已售产品成本还有一些灰色区域。管理者的薪资是否应该算入呢？销售佣金呢？这些方面是否应该包括进已售产品成本基本上取决于公司管理层的斟酌。请记住，从已售产品成本的重要性来看：它关系到广为关注的毛利润数值——最小化费用是常见之举。不过，这做起来并不容易。已售产品成本里的许多项费用对一个公司来说都至关重要。因此，如果销售额下降，损失难以避免。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



毛利润

毛利润是公司的销售额与已售产品成本的差值。这样，你就可以计算毛利润率。公式如下：

毛利润率 = 毛利润 ÷ 销售额

不同行业的毛利润差别很大。比如，软件行业里毛利润率一般达到80%，主要原因是发行无形资产的成本相对低廉。通过网络发行软件的公司毛利润率则更高。

有些公司的毛利润率非常低，可能低于5%。这并不一定是件坏事。沃尔玛的毛利润率只有几个百分点。不过，由于该公司销售量巨大，薄利多销也能获得高利润。可是，如果一个公司与其竞争对手相比毛利润率很低，卖空者一定会密切加以关注。实际上，沃尔玛就是这样把许多竞争对手挤出了该行业，包括蒙哥马利・沃德公司。

销售、综合性和行政费用

销售总务管理支出（SG&A）表示销售、综合性和行政费用。这些费用通常也被称为“管理费用”。公司出现问题时，管理层会通过削减SG&A来提高利润。削减这些费用有一些简单的方法，而且通常会产生立竿见影的效果。

不过，削减SG&A也存在一些问题。首先，这些费用的削减是一次性的。公司不能期望用这种办法实现利润的持续提高。另外，它最终会危害公司的利益，因为SG&A削减会降低公司的竞争优势，比如削减研发、客户支持、营销等方面的费用。

“蜜罐”

可以看出，会计永远不会乏味。请看看一些解释收入操控的说法吧，“蜜罐会计”（honey-pot accounting）就是其中之一。这个词是美国网络联盟

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



公司（Network Associates）的前任主管发明的。该公司曾卷入到一场会计丑闻里。

从表面看，“蜜罐会计”不一定是件坏事。事实上，它表示公司有意压低收入。比如，如果XYZ公司增长迅速，但管理层认为公司在几年内增长速度会放缓。那么，该公司会设法储备一部分收入，从而降低现阶段的收入。为实现这一目的，管理层可能会采用重组计划或兼并等手段。几年后——等公司增长速度真的变缓了——公司可以借用之前储备的收入使收入显得更高。

这个过程也被称为“抚平收入”（smoothing earnings），在华尔街上并不罕见。分析人士希望看到收入增长的预测。但这种行为仍然属于操控收入，证券交易委员会针对大量储备收入的行为采取了应对措施。如果一家公司连续几年收入都与估测相符，卖空者通常会怀疑有“抚平收入”的行为。

收入估测和华尔街分析人士

华尔街公司雇用了数千名专业分析人士。而且，这些专业分析人士还分属于不同类别。

独立分析人士

有一种专业分析人士被称为“独立分析人士”。他们通过售出研究成果获得报酬，比如对对冲基金或机构的研究。他们一般与雇员少于50人的小型投资者合作。独立分析人士通常比较低调。毕竟，他们的客户不希望他人知道自己选了何种投资。

买方分析人士

另外，还有一种“买方分析人士”。他们为进行金钱投资的金融公司工作，如共同基金、对冲基金或机构。他们旨在寻找能产生高回报率的投资机会。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



卖方分析人士

还有一类分析人士叫“卖方分析人士”。你经常可以在美国全国广播公司《财经频道》（CNBC）等媒体上见到此类分析人士。他们通常在为公司客户提供建议和集资服务的投资银行工作。投资银行吸引公司客户的方法之一就是雇用该行业内的分析人士。

2000年的网络公司危机过后，卖方分析人士面临着巨大的压力。分析人士推荐“买进”或“强势买进”的股票迅速下跌的情况并不罕见，如安然公司（Enron）、阿德尔皮耶公司（Adelphia）和世界通信公司（WorldCom）。有趣的是，通常是著名的卖空者——如吉姆·卡诺斯——看出这些公司诈骗的本质。为什么这些分析人士会错得如此离谱呢？颇具讽刺意味的是，许多分析人士当然明白公司存在的问题，但迫于压力要对其进行积极评价。请记住，这些分析人士所供职的金融公司希望与向它们寻求融资或建议的公司保持客户关系。如果分析人士过于挑剔，这些公司很可能与其所供职的金融公司解除合作关系。为了应对这一问题，联邦决策者进行了一些变革，以解决利益冲突问题。比如，投资银行和分析人士之间必须有“防火墙”。另外，分析人士发表关于任何股权的报告或公开信息时，都要受到一定限制。

分析人士的建议和卖空者

即便如此，分析人士有时还是很难保持乐观。但卖空者却可以从中获益。如果分析人士建议“卖出”某股票，这一定意义重大。这是一个大胆的决定，分析人士很可能有充分的理由作出此决定。基于此种情况，卖空者就应该好好研究这只股票，特别是当该分析人士享有良好声誉，并供职于一家顶级公司时。梅瑞狄斯·惠特尼就是一个例子。她当时在奥本海默公司（Oppenheimer）担任银行分析人士。2007年10月，她预测花旗集团（Citigroup）会削减甚至取消红利，以支撑其资金储备。这个决定在当时是具有争议性的，没有得到其他分析人士的支持。不过，事实证明她是正确的。事后，花旗集团宣布取消下一季度的红利。

华尔街上的重大变动最终导致专业分析师的人数逐步减少。事实上，一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



些公司根本没有专业分析师。不过，对于其余有专业分析师的公司来说，他们还是扮演着重要角色。卖空者可以关注专业分析师组织之中的某个机构的预测，并将广泛认同的预测结合起来进行研究。这种组织包括机构经纪人预测系统（IBES）、汤姆森·路透第一调查（Thomson Reuters First Call）、扎克投资研究（Zack's Investment Research）等。当卖空者看这些预测的数据时，主要看重点部分。其中之一便是“收入估测”，包括对下一季度和全年的收入以及每股收益的估测。有时，“收入估测”还包括 3 ~5 年后的预测。分析人士也会对股价确定一个目标值。

要记住公司通常也对其销售和收入进行估计，但一般趋于保守。而分析人士的估测通常很接近。以下几种情况出现会引起卖空者关注。首先，如果一家公司自己的预测和分析人士的预测都显示较大赤字，那么该公司的情况就令人忧虑。在这种情况下，卖空者应该考虑以下两个方面：一是公司最近的业务是否在急剧下滑？二是这种情况是否暂时的？另一个危险信号是公司取消顾问指导。这虽然不能表示公司业务在下降，但是至少表示该公司目前业务的透明度较低。

一次性费用

随着 2008 年的金融危机，许多公司都经历了重大的结构调整，如裁员、出售分公司、降低库存账面价值和关闭部分业务部门。不过，即使在经济繁荣时期，以上结构调整也很常见。当然了，公司的管理层会尽最大努力避免投资者产生这样一种印象，即重组是坏事。他们会说公司亟须进行一些改变，而且这些改变最终会使公司结构更精简。这会让整体的结果看起来比实际乐观。尽管重组常常被粉饰，但它依然是一种损失——耗费公司的现金。而且，重组也代表着公司承认该行业存在问题，或者管理层未能有效地执行经营计划。

卖空者在研究重组时，会着重看某些关键部分，而“循环费用”（recurring charges）就是其中之一。有趣的是，一些公司通常有一次性费用（one-time charges）。这时，卖空者就开始怀疑公司在取巧以隐藏主要问题。他们尤其关注公司一年内是否至少重组一次。另一个问题点是库存账面价值降低。简单来说，这说明公司产品售出不畅。这可能是由误算需求量而导致的。或者更糟的情况是，这可能意味着产品没有竞争力。从长远看，公司的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



情况不容乐观。此外，公司常常借兼并的时机支出费用。比如，一家公司要收购一家经营困难的对手公司，可能借此支出大额费用，以掩盖亏损。这种做法在某种程度上可以给该公司一个崭新的面目——不会在损益表上显示其亏损情况。

每股收益

每股收益（EPS）由公司的净收入除以已发行股票的数量得出。它的数值对于华尔街投资者和分析人士来说极其重要。事实上，如果一家公司的每股收益与估测值相差一两个便士，股价就会大幅度下跌。为什么敏感度会这么高呢?

原因如下：首先，公司应该有能力利用储备的收入弥补微小的差额。另外，公司可以通过回购减少已发行股票的数量。这些措施会造成一种误导性的错觉，即公司在持续发展。然而事实上，管理层正忙于运用金融工程补救。每股收益也是计算备受关注的市盈率（P/E ratio）的基础。公式如下：

$$市盈率=\frac{股价}{每股收益}$$

这个比率指数虽然很简单，但用处很大。不过，它可能会造成一些误解。比如，XYZ 公司的市盈率是 100。从表面看，这个比率很高。但试想：这家公司若每年保持同等收入额，100 年后收入才能与股票现值相抵。这看起来的确有些不可思议。事实也许正是如此。市盈率的估值常常过高。这可能是由于行业衰退或暂时衰退造成的。不过，行业发展回归正常后，每股收益会回到正常水平，市盈率的数值也会更加现实。

市盈率的另一个特点是回顾过去，而投资者大多倾向于展望未来。因此，如果预期下一年收入会增长，那么市盈率的估值就很可能偏低。为了应对这些问题，投资者对市盈率作了一些改动，采用市盈率的变值——市盈率增长比率，即市盈率与每股收益增长的比值。

如果一个公司的增长率增加，那么其市盈率也很可能会增加。反之亦然。不过，增加或降低的效果可能会延迟显现，对于增长一直强劲的公司来说尤其如此。要计算市盈率增长比率，首先要知道公司每股收益增长速度。要获得这一数值，可以参看该公司前 3 年或前 4 年的每股收益数值，并将其与广泛认同的下一年每股收益预测值比较。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



可以用下面这个公式计算市盈率增长比率（PEG ratio）：

$$\text{市盈率增长比率} = \frac{\text{市盈率}}{\text{增长率}}$$

卖空者会寻找市盈率比增长率大得多的投资机会。比如，XYZ 公司的市盈率是 20，增长率是 2，那么市盈率增长比率就是 10。这个数字很大，公司需要非常快的增长速度才能达到估测的值。

表 7－3 列出了一些指导性规则。

表 7－3　　如何针对市盈率比率（P/E ratio）作出反应

0.50 或更低	买入
0.50～0.65	观望买入
0.60～1.00	持有
1.00～1.30	观望卖出
1.30～1.70	考虑卖空
1.70 或更高	卖空

市盈率的另一个变值是预估市盈率，由股价除以下一年的预期每股收益得出。这一计算通常基于华尔街分析人士广泛认同的每股收益估测值。当然了，预估市盈率的计算不会准确无误。不过，它有助于投资者预期未来。如果一家公司的市盈率与行业内其他公司和整个市场的市盈率相比，相对较高，那么这可能是一个卖空的好机会。

投资者还可能用到下面这个变值：

$$\text{当前市盈率} \div \text{预估市盈率}$$

如果这个比率高于 1，则股市的牛市倾向很明显。如果卖空者认为这个结果过于乐观——即该公司无法实现预期——则卖空的前景较好。

正如上一章我们所讲的资产负债表一样，损益表也会受到许多主观假设和判断影响。这样，公司就有各种方法操控结果。揭露这些欺骗行为的方法不止一种。不过，公司还要披露一项重要信息：现金流量表。与其他财务报表相比，公司操控现金流量表的难度更大。所以，卖空者会将它与损益表比较——这是发现卖空目标的方法之一。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第八章 现金流量表

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

关键概念

- 现金流量表的关键概念
- 发现现金流量表里的问题
- 使用比率
- 筛选股票

许多投资者认为利润与现金流量是一回事，事实远非如此。从第七章可以看出，利润是一个会计概念，受多种估测和假设的影响。而现金流量表示的是一家公司的现金流动。所以，公司的管理层较难操控现金流量的数字。不过，这并不代表现金流量不能作假。事实上，管理层可以用许多伎俩抬高现金流量——虽然手段较难实施。另外，投资者通常注重收入，而非现金流量。所以，操控财务报表时，损益表首当其冲。

尽管如此，卖空者仍然需要关注现金流量表。现金短缺对一个公司来说是致命的，而且会导致股价暴跌。

现金流量表

自 20 世纪 30 年代起，上市公司依照规定必须公开资产负债表和损益表。不过，一直到 1988 年，才出台要求公司提供现金流量表的规定。在此之前，股票分析人士必须设法自行计算。下面有个简单的公式：

净收入 + 折旧 = 现金流量

为什么要加上折旧呢？要记住，折旧是一项非现金支出。其实，公司已经为其资产支付了现金，现在定期支付费用，以便与购买时的费用相抵。这个简单的现金流量计算公式现在还有人使用，而且很有效。不过，这个计算公式也有一定的误导性。

为了避开上述公式带来的混乱，卖空者会着重关注公司的现金流量表。现金流量表与损益表很类似，但它有特别的分类，而且不遵循应计制会计原则。这样，现金的流入和流出就可以一目了然。而且，表中项目的数字有时会大起大落，特别是按季度计算的时候。所以，查看总体趋势非常重要，比如可以看 6 个月到一年的数据。另外，卖空者也会考虑季节性。比如，一些软件公司第四季度现金流量较大，因为当时正值客户花费当年剩余的预算，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

并为下一年准备预算。

现金流量表有两种格式：直接方法和间接方法。两者的唯一区别是运营活动部分。表8－1显示的是直接方法的运营部分。

表8－1 直接法现金流量表的运营部分 单位：美元

从客户那里收到的现金	50000
支付给供应商和雇员的现金	20000
收到的利息	1000
支付的利息，资本化净值	2000
收到的所得税返还	1500
支付的所得税	5000
收到（支付）的其他现金	1000
运营活动中收到（支付）的净现金	26500

相比之下，表8－2显示的是间接方法的运营部分。

表8－2 间接法现金流量表的运营部分 单位：美元

净收入（亏损）	25000
将净利润调整为经营活动现金流量：	
折旧和摊销	3000
呆账估计	500
运营资本变动：	
应收账款	(8000)
库存	(2000)
预付费用	1000
应付账款	3000
运营活动中的现金流量	21500

表8－3和表8－4分别显示了现金流量表的另外两部分。请注意，这两部分在直接方法和间接方法中都相同。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



表 8－3　　现金流量表的投资活动部分　　单位：美元

资本支出	(6104)
投资	(157)
投资活动的其他现金流量	(22466)
投资活动的总现金流量	(28727)

表 8－4　　现金流量表的融资活动部分　　单位：美元

红利支付	0
股票售出/购入	(1585)
净借入	(1638)
融资活动的其他现金流量	0
融资活动的总现金流量	(3223)

尽管两种格式的现金流量表相似，会计部门更倾向于选择直接方法，因为运营活动的情况十分重要，通常也是重点分析的部分。关键是用这种方法可以清楚地“看到”来自客户和政府退税的现金数目。这些款项也要对售方、供应商和员工公开。不过，公司可以选择是否采用直接方法。事实上，间接方法也很常见。

“运营活动”部分显示核心业务的收入，以及获得这些收入而支付的费用。如果一家公司采用间接方法，则需要对主要项目进行一些加减运算，比如需要加上折旧和摊销，因为这些是非现金费用。呆账准备金也属于这种情况。这是一笔预估的费用——然而确实，现金并没有离开公司的保险箱。另外，库存也会对现金流量产生重大影响。库存增加代表现金流出，库存减少代表现金流入。最后，应收账款是占公司现金流量的一大部分。应收账款增加代表现金减少，应收账款减少代表现金增加。这部分是客户有待支付的资金，很可能在将来支付，到时会增加现金流量。

虽然“投资活动”和“融资活动”两个部分重要性低于“运营部分”，但也会在卖空者的分析范围之内。这两部分会显示主要投资活动的细节，以及投资者投资的数额。比如，“投资活动”部分凸显了为长期资产（持续一年以上的资产）而支付的现金费用，包括设备、软件，甚至收购其他公司。这些经常被称为“资本支出”。相反，公司出售一项资本资产时，会产生现金流入。但这种情况不太常见，尤其对小型公司来说。因此，“投资活动”部分显示的通常是现金流出。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



许多投资者对资本支出增加持负面观点。当然，资本支出增加会减少现金流量，而且会产生风险，即新资产不一定会带来业务增长。沃伦·巴菲特等投资者更喜欢资本支出要求较低的公司。但还有一种观点认为资本支出增加表示公司的增长前景良好。苹果公司和谷歌公司就是两个例子。这两家公司通常会增加资本支出，因为它们的产品需求量较大。所以，卖空者卖空资本支出增加的公司时比较谨慎，反而对卖空资本支出直线下降的公司兴趣更大。资本支出直线下降是一个信号，表示公司的增长机会较小，核心业务可能在经历衰退。

最后，“融资活动”部分显示公司通过投资者进行的融资，比如通过发行股票、发行债券、银行贷款和增加销售信贷。这些资金会用于抵销现金流出，如红利、股票回购、未偿债务回购。请记住，如果公司的运营现金流量为负，则其“融资活动”部分的现金流量很可能为正。

重点关注运营现金流量

多头投资者和卖空者都会花较多时间研究现金流量表中的“运营活动”部分，因为从其中的“运营现金流量”部分可以大体看出公司经营模式的成败。20 世纪 90 年代的网络公司泡沫就是一个经典先例。当时，许多公司都有花哨的网站和数以百万计的用户。不过，那些公司的运营现金流量通常是严重的负数，从来没有达到过正数。这些公司经营下去的唯一渠道就是通过投资者集资，在“融资活动”部分里以大额数字显示。当许多网络公司基本无法再集资时，就纷纷破产了。

运营现金流量比率是一个重要的衡量标准。公式如下：

$$\text{运营现金流量比率}=\frac{\text{运营现金流量}}{\text{销售额}}$$

如果运营现金流量比率上升，则该公司的卖空前景不佳。相反，如果运营现金流量比率下降——或者为负——则卖空者可以考虑卖空该公司。不过，卖空者需要认真分析，因为该公司的管理层有可能在试图夸大运营现金流量。公司可以运用计谋，将运营现金流量中的费用部分转移到其他类别中，或者将其他部分的正流入现金转移到运营现金流量部分来。

可以想象，管理层对现金流量表中的分类有许多考量。因此，卖空者要深入研究不同的分类，寻找可疑之处。卖空者需要留意“债权收购”一项。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



这一项由公司将其应收账款变卖为现金时产生。公司考虑到无法收回债务全额的风险，会选择资产售出来贴现。一些公司将这部分金额也包括在运营现金流量中。不过，卖空者认为这种做法不合适，反而视之为一种融资活动。另外，债权收购可能是一种衰弱的信号。为什么公司现在需要现金？公司的变现能力出问题了吗？债权收购还存在另一个风险，即如果债务没有偿还，公司要承担责任。如果这样，公司将来会遭受损失。

运营现金流量的另一个危险信号是兼并。一家公司用现金收购另一家公司时，这笔金额包括在现金流量表中的“投资”部分。这种会计方法无可非议，但有些公司兼并力度较大时，必然耗费大量现金。所以，卖空者会计算减去兼并费用后的现金流量。如果结果一直为负，那么该公司的现金流量一定有问题。

有时，公司甚至会改变运营现金流量的概念，以夸大数额。投资者可以通过查看财务报表的脚注发现其中的变化。另外，公司还会通过延迟支付销售方和供应方钱款来提高运营现金流量。这样做的问题在哪里呢？这种做法不能持久。总有一天，销售方和供应方会开始反击。他们可能涨价或在市场紧俏时减少供应。

付款周期可以用应付账款周转率衡量，公式如下：

$$\text{应付账款周转率} = \frac{\text{应付账款}}{\text{已售出产品成本} \times \text{周期内天数}}$$ ①

最后，卖空者还会观察运营现金流量的易变性。如果季度间变动较大，则该表可能被操控了。安然公司就是一个经典先例。表 8－5 显示了安然公司申请破产前的现金流量历史。

表 8－5　　安然公司破产前的现金流量历史　　单位：亿美元

时　　期	运营现金流量
2000 年第一季度	－4.57
2000 年第二季度	－0.9
2000 年第三季度	6.74
2000 年第四季度	46.52
2001 年第一季度	－4.64
2001 年第二季度	－8.73

① 每季度一般有 91.25 天。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



收入质量比率

所有公司的净收入和现金流量都不吻合。这很正常，也无可避免，因为这两个数字的计算方法不同。但如果差值太大，就会引起卖空者的警觉。卖空者会关注收入质量比率（Q/E ratio）。公式如下：

$$收入质量比率=\frac{运营现金流量}{净收入}$$

如果这个比率等于或低于0.5，则净收入和现金流量差额过大。这表示公司很有可能计算收入时算得过多。

另一个标准是现金流量效率。顾名思义，现金流量效率表示公司管理现金流的能力。公式如下：

$$现金流量效率=\frac{流动资产-现金和现金选择}{流动负债-短期债务}$$

一般来说，卖空者希望看到较低的现金流量效率，比如低于1.0。这代表公司将现金存于应收账款和库存等资产中了。（注意短期债务包括应付票据，以及要在一年内偿付的长期债务。）

贴现现金流分析

分析贴现现金流在业内被认为是评估一个公司最好的方法，因为它不仅考虑到收入，而且反映增长率，还会考虑到货币现值的变动。

下面，我们来分析这个概念。股市都是向前看的，投资者投资自己的血汗钱以期将来获得收益，希望能获得比零风险投资（如国债）更高的收益。这就是为什么收入降低时股价可能上升。投资者已经预期到收入会下降，将下降额“贴现”到股价中。换句话说，投资者一直在估测一家公司将来的收入能力。

一些投资者根据本能投资，而一些投资者运用复杂的计算机模型。不过，当许多投资者都关注同一只股票时，其价值是显而易见的。请记住，投资者估价一只股票时，必须考虑到“资金的时间价值”。这是一个简单的概念，即人们更愿意今天得到1美元，而非一年后得到1美元。换句话说，将

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



来的收益价值会降低。所以，投资者期望得到补偿。

贴现现金流通过一个相当复杂的公式将以上所有因素都考虑进去，通常需要借助电子表格。另外，分析人士通常使用“纯”现金流量（运营现金流量与资本支出之差），而非“运营”现金流量。贴现现金流公式的另一重要部分是增长率。投资者可能会过度乐观，认为一家公司的预期增长率是25%。而如果你认为预期增长率是10%，那么就有了一个良好的卖空机会。

股票筛选

我们在前面三章宽泛地讲到了卖空者如何分析损益表、资产负债表和现金流量表。可以看出，这些财务报表包含许多细节，分析技巧也很多。当然了，问题是如何省时地使用这些工具。“分析导致瘫痪”的风险肯定存在。

一种省时的方法是使用“股票筛选软件”。投资者可以使用这种在线系统，设定各种标准过滤上市公司的数据库。比如，你可以查找债务股本比超过50%、销售额下降50%以上的公司。过滤后的列表可能仍然太长，或者太短。有时，投资者的标准过于严格，没有公司适合其要求。所以，投资者需要花时间改善股票筛选软件，筛选出一份可操作的列表，比如15～20个公司。卖空者可以对这份列表作更深入的分析，包括收入公开前的调查、查看股价图表、关注最近发展，等等。通过这个过程，卖空者可以再缩短列表，选出一些高质量的卖空候选公司。

在线筛选器数以百计，包括雅虎财经（Yahoo! Finance）、精明理财（Smart Money）和MSN理财（MSN Money）。虽然其中有许多是免费的，但这并不代表它们的投资分析不好。事实上，雅虎财经提供的服务是一流的。不过，投资者最好还是尝试多种筛选器，找到最适合自己的一种。投资者如果对其服务仍然不满意，可以使用订阅版的筛选器。这种筛选器一般比较便宜，差不多每年100美元（这是晨星公司的价格）。不过，投资者可以先安装试用版，看这种筛选器是否适合自己的需要。

还有一些重要因素需要考虑。首先，你要确保你使用的筛选器有一个较大的数据库——比如，要包括纳斯达克和纽约证券交易所上市的股票——而且经常更新。其次，选择可以把列表导入到电子表格中的筛选器，以便于进一步分析。最后，一些筛选器不允许用户创建自己的过滤器——其过滤器是预先设定的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



那么，你怎么建立自己的筛选器，选出股价容易下跌的公司呢？你可以考虑麦萨德·班内斯（Messod Beneish）教授开发的 M 分值（M score）。这种用途广泛的过滤器可以查出操控财务报表的公司。M 分值有两种版本，一种是基于八种变量，另一种是基于五种变量。这两个版本都不复杂，简便易行。我们来看看第二个版本。五种变量如下：

第一，应收账款周转天数指数（DSRI）：应收账款周转天数的年度变化。该指数旨在表示应收账款和收入是否平衡，即是否存在收入操控。

第二，毛利指数（GMI）：当年的毛利与前一年毛利的比值。如果结果低于 1.0，则说明公司在走下坡路。

第三，资产质量指数（AQI）：过去一年里非流动资产——不包括房产、厂房和设备——与总资产的比值。如果结果高于 1.0，则表明公司试图通过递延成本以抬高收入。公司可能将其成本资本化了。

第四，销售增长指数（SGI）：当年的销售量与前一年销售量的比值。如果结果低于 1.0，则公司可能对相关报表做了手脚。前提是参与了此类活动的公司通常是增长型公司。

第五，折旧指数（DEPI）：当年的折旧与前一年折旧的比值。如果结果低于 1.0，则说明公司可能大幅度地改动了折旧政策和条件，以提高利润。

得到数据后，你可以作如下运算：

$$M = -6.065 + 0.823 \times DSRI + 0.906 \times GMI + 0.593 \times AQI + 0.717 \times SGI + 0.107 \times DEPI$$

如果 M 分数高于 -2.22，则公司很可能操控了财务报表。根据班内斯的研究，这个可能性至少达 76%。

虽然这个公式很有用，但卖空者还要使用本章讲到的其他分析技巧。卖空者需要在作决定前通读现金流量表——当然，还有资产负债表和损益表——以评定公司的总体情况。卖空者需要像侦探一样，找到管理层试图隐藏问题或夸大实际的蛛丝马迹。

下一章，我们会从基本面分析上升到技术分析。技术分析是一个有争议的领域，但这是卖空者的关键工具，对进行短期交易的卖空者来说尤其如此。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第九章 技术分析

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

关键概念

- 图表及技术指标
- 熊市图表形态分析
- 烛柱图
- 艾略特波浪

提到投资分析，首先要关注的是基本面——比如收益、利润、行业趋势等。但是，即使是这种方法也值得商榷的。按业内主流看法，流动性市场是有效的，投资者不可能长期获得高于市场的回报。其主要原因在于，关于某只股票的所有新信息会立即在价格上有所反映。一般人还忽略了另一种投资方法："技术分析"。该方法包括分析图表和成交量形态，以此找到投资机会。该方法奏效的前提条件是，能够从分析中看出股民的情绪，而且人类本性是相同的。

那么，卖空者是什么想法呢？卖空者通常都会关注基本面分析，并且相信市场的有效性不是那么高，因此可以从中找到很好的投资机会。但是，有些卖空者也会使用技术分析工具。他们往往既关注基本面分析，也关注技术分析。比如，一名卖空者对某公司进行分析后认为该公司的发展状况正在恶化，但是其股票价格却在不断上涨。在此情况下，该卖空者可能会等待相关图表形态分析的出现，证明该股票将会下跌。

换而言之，技术分析也是进行卖空交易的一个基本切入点。同样，卖空者也可以利用图表来分析股票价格水平从而退出交易。如果相关图表显示出触底反弹的迹象，上述情况就可能会发生。

基本理论

有些技术分析师会关注长期图表形态，比如，他们先进行一次交易，然后几天或者是一个月不管它，因为股票的趋势变化得非常快，但是一般来讲，重点仍是"短期"图表形态。其实，技术分析的类型有几百种，这就使得分析过程变得复杂起来。不过，这些技术分析类型可以归为两大类。

第一，投资者可以观察普通图表形态，比如"双重顶形"和"头肩

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



形”。第二，投资者也可以将这两者与成交量水平做对比，以此判断该买进还是卖出。技术分析也涵盖了包括数学比率和运算在内的多种指标，比如，“摆动指标”的数值可能在 0～100 之间浮动。

成交量指标

“成交量”指股票买进和卖出的只数。有句话说：“成交量先行于价格。”所以，如果成交量增长，那么股票价格就可能出现上升趋势。

我们可以利用某些成交量指标来辨认这些趋势。比如：“成交量净额法（OBV）”。成交量净额法是 20 世纪 60 年代早期由传奇投资者乔·格兰维尔提出来的，并在《股市盈利的新钥匙》一书中对此进行了详细解释。

怎么获得 OBV 指标呢？首先以某日为基期，逐日累计每日上市股票总成交量，若隔日指数或股票上涨，则基期 OBV 加上本日成交量为本日 OBV。隔日指数或股票下跌，则基期 OBV 减去本日成交量为本日 OBV，然后将相应的数值画在图表上以供参考。但是使用该方法时，卖空者需要结合图表形态，并与 OBV 曲线作对比。如果 OBV 曲线在下降，就表明该股票价格要下跌。这样，上升的趋势也不会持续太久。

此外，还要一种有效的成交量指标：“腾落指数”（Accumulation/Distribution Line，ADL），该指标能基本弥补 OBV 曲线的缺陷，毕竟，收盘价并不一定能预测是牛市还是熊市。所以，ADL 指标的提出者马克·蔡金主要关注“中间价”，这是由每日最高价加每日最低价之和除以二得出的。如果收盘价比中间价高，那么则是牛市的象征，表明股市正处在“累积”阶段。反之，则预示股市处在“派发”阶段，是卖空的好时机。

图表基础知识

在技术分析中，K 线图表示的时间段可长可短，它可以指一周内的交易，也可能是年度的发展趋势。同时，K 线图上还有许多条竖棒，表示的是每日交易状况。图 9－1 是美国甲骨文公司的股票棒形图。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



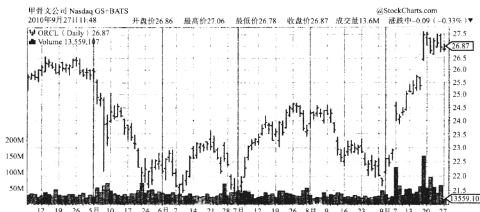


图 9－1　甲骨文公司股票 K 线图示意

在该图中的每一条垂线上都有两条水平线，称做“刻度线”。左侧的刻度线表示“开盘价”。有趣的是，该线一般表示的并不是每日第一次交易的价格，而是头几次交易价格的平均数。所以，不同的报价数据服务会出现差异。伸向右方的是“收盘价”，通常被认为是图标中最重要的一部分，因为收盘价是全天交易价值的顶点，投资者可以从中获取诸多信息。而且，此时也比较容易看出成交量带来的影响。如果收盘时交易量大大下跌，可能意味着股市将进一步走软。有的技术人员也会专门画出只关注每日收盘价的棒形图。

垂线的顶端代表每日的最高交易价格，如果每日最高价与开盘价相同或相近，收盘时股价稍稍跌落，这表明股市行情看跌。垂线底端表示每日最低交易价格。卖空者会关注收盘价不断下跌的股市形态。在棒形图下方，一般会配有股市成交量的图表。有些技术分析师还会配以其他指标，如 ADL。

当然，K 线图也不完全可靠，在股市波动较大时尤其如此。我们来看谷歌公司的例子。2004 年夏季谷歌公司上市之后，其股票价格在之后几年内不断高涨。但是从技术分析的角度来看，K 线图表现得比实际的上涨幅度要高，因为 K 线图的轴的刻度并不正确。比如，100～200 美元之间的距离与 200～300 美元的距离并不相同。对此，投资者可以使用“对数标度图表”，这样图表的垂直变化就能与每百分比的变化相吻合了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



解读 K 线图

当然，解读 K 线图有许多方法——至于哪种方法有效，争议也颇多。但是，从技术分析的角度来说，还是有一些主要原则可循。第一，“支撑价位”，指买方开始持仓时的股票价格。图 9－2 是谷歌公司的股市 K 线图，显示支撑价位大约在 435 美元。

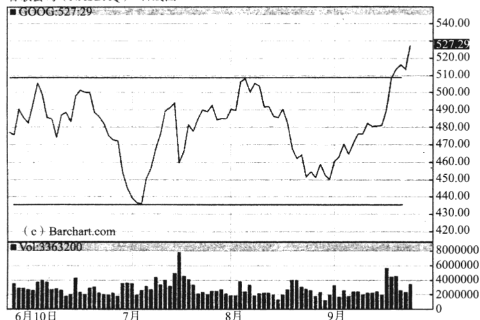


图 9－2　谷歌股票日线图示意

阻力价位

股价达到支撑价位时，卖空者可能希望补空仓，尤其是已经有利益显现之时。或者，他/她预测股价会继续下跌，那么股价就有可能严重下跌。当股价突破支撑价位时，这种情况也常常出现。这种情况通常被视做看跌行

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



情。在支撑价位以上是“阻力价位”，指投资者卖出股票时的价格。从谷歌图表来看，这一价位是510美元。当股价突破阻力价位时，股价有可能突然达到峰值。谷歌的情况正是如此，股价突破510美元的阻力价位之后，股价出现了峰值。随后便出现了反弹。

上升趋势

卖空者也希望关注整体趋势。最危险的趋势当然是“上升趋势”，此时，股票会出现几个更高的低点和高点（一谷比一谷高，一峰比一峰高）。总而言之，股市此时显示出强劲的势头，在图上可以很清楚地看到这种趋势，因为曲线基本都在上扬。但是，如果股票价格下跌到该上涨曲线之下，那么麻烦就来了。也就是说，投资者认为股票不值这个价。对于某些卖空者——愿意承受高风险的卖空者而言，此时应该是轻仓的好时机。（假设股价比上涨曲线低几个百分点）。

水平趋势

此外，还有“水平趋势”，此时，高点和低点基本在一个水平线上。在这种情况下，投资者会等待股市突破这种趋势，出现下跌或上涨。

下降趋势

最后，卖空者还会关注“下降趋势”，此时股票会出现几个更低的高点和低点（一谷比一谷低，一峰比一峰低）。这种情况明显说明投资者对股市非常不看好。对于卖空者而言，这可能是做空头交易或者继续持有已有空头头寸的信号。

折返

投资者对于某一只股票过度悲观或乐观，这种情况是很常见的。此时，股票价格会因投资者见利抛售而回落。这种现象就是“折返”或“修正”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



对于整体上市来说，一个典型的折返现象是股价下跌10%（也是一次修正）。对卖空者而言，这当然是赚钱的好机会。而且钱挣得也快，因为折返可能会持续几个月左右的时间。有时，价格折返可能会更严重，甚至导致大逆转。如果股价下跌20%甚至更多，可能意味着熊市来了。毫无疑问，这是卖空者最想看到的情况。

对于单只股票而言，折返情况会更厉害，比如“加恩折返率”（Gann retracement）。根据20世纪90年代早期一名投资者的研究，某只个股的折返率可能在50%左右。比如说，某公司的股票从30美元上升到阻力价位60美元。根据加恩折返率来计算，该股票会回落到45美元，由此卖空者可能会得到25%的盈利。

在计算折返率时，也有投资者依赖所谓的“斐波那契数列”（Fibonacci numbers）。该数列是在数学理论基础上建立的，数列形式如下：1，1，2，3，5，8，13……那么它有什么作用呢？大家记住，斐波那契数列在自然现象中经常可见——比如飓风，而且也可以用来预测事物的发展。因此，一位名叫拉尔夫·艾略特（1871～1948）的商人学习了斐波那契数列，并把它应用到了投资战略中。他意识到，波浪可以相加，这种波浪形态被他称为“艾略特波浪”。他从中提出了两种折返波浪，折返率分别为38%和62%。

移动平均线

移动平均线有两种类型，最常见的是“简单移动平均数”（Simple Moving Average，SMA）。比如，把某只股票20天的收盘价加起来，然后除以20。之后，每天你都需要重新计算移动平均数。

还有一种是“指数移动平均数”（Exponential Moving Average，EMA），指的是加权平均数，包括两个步骤。首先，要有股票的SMA指数，之后，要找一个加权因数，比如更多关注移动平均线的前1/3。换言之，与SMA相比，EMA对于近期的变化反应更快。

那么应该使用哪一种移动平均线呢？卖空者喜欢使用150～200天的EMA。如果EMA低于当前股市价格，表明市场看空，这种现象称为“死亡交叉”。

还有一种移动平均线指标，叫做“指数平滑异同移动平均线”（Moving

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



Average Convergence-Divergence，MACD）。该指标是由投资者杰拉尔德·阿佩尔于 20 世纪 70 年代末期提出的，用来衡量股市的“动量（Momentum）”。在多数情况下，该指标的计算方式非常简单：MACD 是根据两条移动平均线——长期平均线（26 天）和短期平均线（12 天），并且用长期平均线减去短期平均线而得来的。在该指标中，还会有一条基准线。MACD 可能会与基准线趋近或背离。如果 MACD 的值是正数，那么股市就出现增长动量，反之亦然。

看跌信号主要有两个。一是看跌“中心线交叉”（centerline crossover），此时中心线基本位于 0 以下，但是在之前几周中心线必须在 0 以上，这表示下跌趋势是突然出现的。另一个信号是“顶背离”（negative divergence），此时 MACD 的中心线下跌，但是股价仍在上涨或保持不变。

双重顶形与头肩形

双重顶形（Double Top）或许是熊市图表最常见的形态，分为三个阶段。

第一个阶段是第一个高点：此时，投资者对于股市充满乐观情绪，并大力买进股票。但是股价最终会到达最高点，之后就会回落到支撑价位。

第二个阶段是第二个高点：此时，投资者仍然看到股票存在的潜力并将股价推高。但是此时股价到达了阻力价位——一般而言，这一高点比第一个高点要低。换言之，这种上涨的趋势更难以维持。此外，许多卖空者可能选择此时进入市场。

第三个阶段是反转点：此时，股票达到并突破了支撑价位。这是看空的强烈信号，对卖空者而言是个好时机。

基本上来讲，双重顶形呈 M 型，如图 9－3 所示。

双重顶形的一个变形是“头肩形”。两者的区别在于，“头肩形”图表含有三个高点，头部比左右两肩要高。而且，当右侧高点的股价突破支撑价位时，股价就会下跌，反转形态出现。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

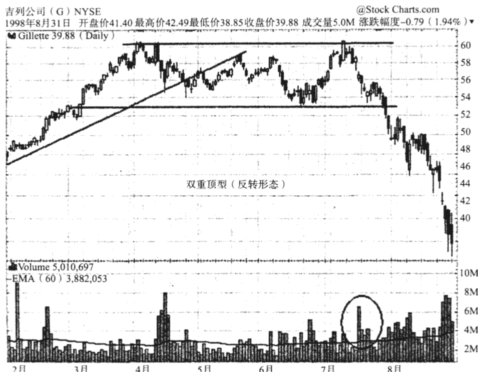


图 9－3 M 形双重顶图

摆动指标

“摆动指标”（Oscillators）对于技术分析而言是非常重要的，因为它能显示出股市何时处于超卖或超买状态，对于确定图表形态和其他指标来说，是有辅助作用的。其中，“随机指标”（stochastic oscillator）是由投资者乔治·莱恩于 20 世纪 50 年代首创的，主要目的是找到一种能够显示股市发展势头的方法。有了随机摆动指标，投资者就能够看到看空或看跌的反转态势。“随机”公式比较复杂，但一般而言包括对股票最低的低点和最高的高点进行分析。它以 14 点为一个周期。一个周期可能是几天，几周或几个月。

随机摆动指标的图上有两条曲线。一条是 K 线，一条是 D 线。如果指标达到甚至超过了 80，就表明该股票处于超买状态。不过对于卖空者而

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



言，这并不是空仓的时机。如果股市仍有增长劲头，或许还能持续一段时间。或者卖空者会等指标降回 80 左右，此时，股市势头减缓，股价可能下跌。

另一个摆动指标是“布林格通道”，是由著名投资人约翰·布林格创建的。该指标包括两条在 21 日移动平均线上下移动的曲线，用来衡量股市的整体变动幅度。如果通道变窄，说明股价变动幅度减小，反之亦然。卖空者首先希望看到的是通道变窄的情况，之后会有一个等待期，来观察股市的走向。如果曲线下移，可能会引发卖空交易。

此外，卖空者还可以利用另一个有效指标——“相对强弱指标”（Relative Strength Indicator，RSI）。该指标是用来衡量股民的情绪的。如果 RSI 指标是 30 或低于 30，表明股市处在超卖状态。如果 RSI 指标大于 80，说明股市超买。不过，卖空者通常会等到 RSI 开始呈下跌趋势，当指标低于 70 以后再进行交易。还有一个卖空信号是，股市达到了新高，但是 RSI 还并未有所反映。

自顶向下分析

技术分析不仅用于估算单只股票的价格。比如，你也可以把这些技术分析的图表用于大宗商品、货币、上市交易基金（ETFs）以及期货的交易上。或者你也可以把技术分析用于“自顶向下分析”当中。你可以观察某一行业的表现，比如汽车或钢铁。如果发现股市疲软，你可以空头买入 ETF，或者在看好的行业中选择一家或多家企业的股票。在自顶向下分析方法中，还有一些其他有用的技巧，包括 200 日移动平均线的交叉，双重顶形或头肩形形态，或股价急剧下跌到相对强弱指标（RSI）线以下。

烛柱图

技术分析是近来才兴起的。其实，这一分析方法直到 20 世纪七八十年代才进入人们的视野，当时，计算机技术广泛传播，所以开发新的投资模型就变得简便多了。但是，有一种技术分析方法是有其渊源的：烛柱图。其起源可以追溯到 16 世纪的日本。当时，商人利用烛柱图来预测大米价格的变

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



化。烛柱图非常容易看懂，不像其他图标形态一样难懂。不同的形态有各自描述性的名称——这使得该图表形象易懂。

烛柱图的一个重要用途就是了解股市的整体情绪。在烛柱图上，一个烛台通常代表一个交易日。每个烛台中间的部分是盒形的烛身，上下延伸出的线称做影线。烛身的大小（称为“实体”）取决于开盘价和收盘价。如果收盘价高于开盘价，烛身是白色，反之则是黑色。所以，如果在烛柱图上看到许多黑色实体，并且烛身越来越长，则表明市场看空。上方的线即上影线表示最高价。下方的线即下影线表示最低价。

与技术分析一样，烛柱图也有一些相似的形态。一个是“阻力价位”。如果趋势在上升时遇到了阻碍——在更大的烛身处停止了前进，这表明股价达到了阻力价位。此外还有“支撑价位”。股价一直呈下降趋势，但是随后出现了更大的烛身，这时买家就会进入股市购买股票。

图 9－4 是烛柱图的一个例子。

除此之外，有一些重要的烛柱图内部形态也是卖空者非常关注的，包括以下几项：

■ **十字星：**此时，实体非常小，而且正在不断变小。单独来看的话，十字星并无多大意义，只不过表明股市非常平稳。但是，如果股市在看涨过程中出现了十字星，就表明股市增长势头减弱，可能会下跌。

■ **熊市包含型：**当股市看涨时，烛柱图会突然发生变化。实体会变为阴线，并且比之前的阳线要大得多。

■ **伞形线：**你会看到两个主要特征。第一，在交易的最后出现了纺轴线形态。此时，实体很小。第二，烛台的下影线长度至少是实体长的两倍。如果在股价看涨时出现了伞形形态，价格可能会下降。也称为“上吊线”。

■ **乌云盖顶：**股市看涨时，烛台会从大阳线变成大阴线。大阴线的开盘价位于阳线的顶端，收盘价大约在阳线的中间位置。

■ **孕育型：**此形态表明股市增长势头下降，可能表明该股进入看跌期。实体很小，上下基本没有超过前一个烛台的烛身。

■ **黄昏之星：**烛柱图的几个形态中都包含星形线。如果星形线跳空，高于前一天的实体，表明形态会发生反转。看跌的称为“黄昏之星”，其位置比前一天的烛台的位置低很多。另一个叫做“射击之星”，实体较小，表示的价格范围较低。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



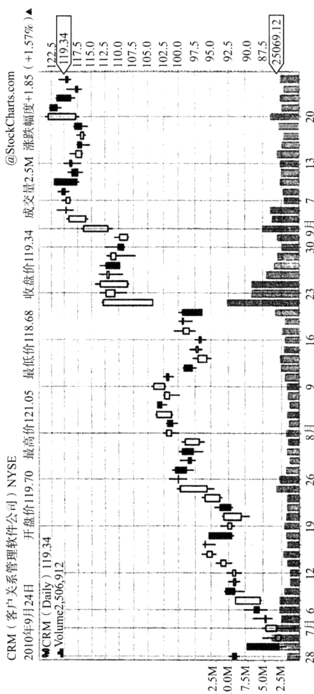


图 9－4 烛形图示意

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



艾略特波浪原则

拉尔夫·艾略特在许多篇文章中以及《自然法则》这本书中都提到了一种预测市场动向的全面的方法。他认为，投资者情绪从看跌到看涨的变化应该有一个一贯的形态。

艾略特波浪包含了许多趋势，可能长达几个世纪，几十年，甚至短至几周或几小时。总之，艾略特波浪可能会十分复杂，而且人们对此也有不同的解读。不过，艾略特波浪主要有两种形态：

■ **冲击波**：此时股市可能处于牛市阶段，也可能处于熊市阶段。在该波浪内含有五条小波浪。其中的两条波浪会逆主要趋势而动。

■ **修正波**：该波浪表示股市出现回落。此波浪还包括三条小波浪。

艾略特波浪的支持者中最有名的恐怕要数罗伯特·普莱克特了。他是玫林凯的市场技术人员。他发明了一套理论，并出版了著名的《艾略特波浪原则》（1978）一书。他预测到了 20 世纪 80 年代的大牛市，也预测到了 1987 年股市的崩盘。不过，此后他的预测没有能够雄风再现。但是，艾略特波浪仍然有无数知名追捧者，包括对冲基金的传奇——保尔·都铎·琼斯在内。他是图标和指标的狂热追随者，为他的投资者以及自己赚得了几十亿美元。

兴登堡凶兆

“兴登堡凶兆”（The Hindenburg Omen）用来预测股市的大幅下滑，它可能是技术分析中最让人担惊受怕的一种图表形态。该名称是为纪念 1937 年 5 月 6 日德国齐柏林硬式飞艇的坠毁而由其提出者盲人数学家米耶卡命名的。这一方法建立在多种技术指标之上，必须是当日的数据，而且是主要针对纽约证券交易所而言的。

兴登堡凶兆参数

- 十周移动平均线当日呈现升势。
- 麦克莱摆动指标当日为负数。
- 所创 52 周新高及新低的股票占当日交易股票总数 2.2% 以上。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



- 所创52周新高的股票不能多于创52周新低的股票之2倍。

如果以上参数都变成了事实，那么兴登堡凶兆必定会出现。但是在之后的36天里，还需要出现另一个指标，市场才会崩盘。实际上，自从20世纪80年代中期以来，每次股市崩盘之前该指标都会出现。当然，错误的信号也不在少数。

闪电崩盘和黑池

2010年5月6日，道-琼斯工业平均指数在短短20分钟内下跌了近1000点，损失近一万亿美元。这次下跌是从下午2：42开始的。此前，股市下跌速度较为平缓。当时，投资者还在担心希腊债务危机带来的问题。人们无法解释这次"闪电崩盘"的诱因，这次崩盘似乎发生得很偶然。但是，如果市场真的有效的话，怎么还会发生这样的事呢？别忘了，5月6日晚间，道琼斯指数又增长了600点。同时还值得人们注意的是，许多著名公司的股价也大幅度下跌。比如，埃森哲和爱克斯龙电力公司的股票跌到了一美分。可是苹果公司的股票却暴涨至10万多美元。

为什么会这样？完整的答案或许永远是个谜（1987年股市崩盘也是这种情况）。但是，我们仍发现了一些主要因素。一个就是高频交易商的影响。他们用计算机运算来进行交易，在短短的几毫秒之内就能买进、卖出或者进行卖空交易。虽然大部分高频交易（High-frequency Trade，HFT）是对冲基金完成的，但是像保险公司甚至共同基金这样的机构基金也常常进行高频交易。别忘了，近乎3/4的交易来自HFT。还有一个重要因素是"黑池"（dark pools），包括通过电子网络进行交易。它的好处在于，交易方和交易量都是非公开的，如果交易商不希望别人看到他们的交易行为，这种交易方式的吸引力自然很高。

可是，闪电崩盘对投资者的心理产生了负面影响。他们自然会担心股市不可靠。但是崩盘对于技术分析的影响也是巨大的。首先，交易量的大幅波动对于图表绘制产生了错误的信号，影响了移动平均线的形态，影响了相对强弱指标（RSI）等，投资者不知道是否需要对图表进行调整。其次，人们对交易量也很担心。如果"黑池"成为华尔街股市的主要力量，技术指标能否显示真正的成交量呢？为应对上述问题，美国证券交易委员会也进行了一列改革。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



不管怎样，技术分析在华尔街依旧很吃香。随着时间的推移，你也会接触到其他的股市技巧，或者你会选择只运用自己熟悉的指标。下一章，我们会抛开股票选择的技巧，来看看如何预测熊市。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十章　预测熊市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

关键概念

- 了解熊市
- 预测熊市所需指标
- 关注经济衰退、经济萧条和通货紧缩带来的影响

虽然择时交易饱受诟病，许多高级投资者还是使用这一战略。其实，择时交易对卖空者来说是非常重要的，主要原因是，最大笔的收益都是来自于熊市，此时多数股票价格都会下跌。现在出现了诸多择时交易机制，它们的效果各不相同。当然，许多投资者，包括一些学者在内都认为择时交易一般起不了什么作用。

市场被认为是有效的，至少长期来看是如此。这一理论被称为“有效市场假说”（Efficient Market Hypothesis，EMH），它的根源可以追溯到 20 世纪 50 年代。EMH 理论的先驱是芝加哥大学的尤金·法玛和肯尼思·弗伦奇。该理论的主要前提是“股市是随机的”。选股票就像掷硬币一样，运气五五分。为什么呢？主要原因在于，EMH 理论认为股票价格会立刻反映所有的信息，而带来的结果就是，人们不可能总能赢得市场。

毋庸置疑，EMH 理论会使投资组合经理灰心丧气，因为他们正是靠选定正确的投资方向来获得巨大回报的。尽管如此，还是有些现实的例子可以证明 EMH 的正确性。多数情况下，投资组合经理的决策——至少是共同基金经理的决策——总是滞后于市场。因此，市场出现了追求“指数基金”之风，这一战略紧跟基准指数，并且拥有巨大成本优势。然而事实证明，仍有一些投资者不断赢得了市场，比如乔治·索罗斯、保尔·琼斯、斯坦利·德鲁肯米勒等。他们的投资战略非常灵活，通常也包括卖空。

熊市

“熊市”这一概念的起源并不十分清楚，似乎可以追溯到 17 世纪股票交易刚刚出现的时候。“熊市”一词好像是从伦敦熊皮经纪人那里得来的。在还没有抓到熊之前，他们就把熊皮卖出去了。其实，“熊”也成为卖空的词汇，因为经纪人出卖的也是他/她还没拿到手的东西。

不管其根源是什么，“熊市”的表现就是股价基本都在下跌。毫无疑

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



问，这种情况对于长期投资者而言是非常糟糕的。举例来说，股市经常会逐步下跌，使收益缩水，许多投资者总是等到为时已晚才会将资金移出股市或清仓。的确，熊市最后经常引发投降式抛售。此时，多数投资者都放弃了价格上涨的希望，悲观情绪弥漫。

那么，熊市的正式定义是什么呢？同样，这一定义也并不明确。或许最流行的一个定义是，股市在至少两个月的时间里就下跌 20% 甚至更多。当然，下跌量也可能下降到 40% 或 50%，甚至更多。

但是，熊市类型也不相同。最令人痛苦的是“长期熊市”，它可能会持续 10 年甚至更长的时间。其实，有些投资者认为，从 2000 年开始，美国股市已经处在长期熊市中了。举例说明：

20 世纪出现的熊市

1901～1920 年	20 年
1929～1931 年	4 年
1937～1941 年	5 年
1966～1981 年	16 年

此外，股市还可能出现“短期熊市”——也就是所谓的“崩盘”（crash）。此时，股市在几周之内下跌 10% 或者更多。但是崩盘的情况并不多见。最后，股市也会出现“修正”，股市在几个月内下跌 10%。修正在牛市和熊市中都会出现。

熊市的共同主题

回顾过去 100 年中熊市出现的情况，我们发现有一些共同点。这些表现不一定全都体现在了每一次熊市中，但是，在以下几个因素中，至少有一个会引发熊市：

■ **第一个因素是“通货紧缩”：**此时物价普遍下跌。因为人们预测价格会下跌，所以，此时消费者会停止购买商品或服务。另外，企业也会因为市场需求的缺乏而减少生产，结果常常导致“萧条”，这种情况在 20 世纪 30 年代的美国和 90 年代的日本都发生过。由于交易量和收益的下跌，股市将进入熊市阶段。

■ **第二个因素是股票市盈率达到历史新高：**这表明该股票价值被大大

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



高估了。在 1966 年、1973～1947 年①、2000～2002 年的熊市出现之前，情况就是如此。怎么才算高估呢？高市盈率可能持续一段时间，比如 1994～1998 年就出现了这种现象。但是，如果标准普尔 500 指数预测某只股票市盈率达到 20 甚至更高，那么市场就进入了危险地带。公司想要为了迎合人们对其股票价值的估计而努力保持收益的增长，也会变得越来越难。

■ **第三个因素是"反转收益曲线"**：它是表示短期证券的收益率与长期证券收益率（30 年）关系的一种图形。在正常经济环境下，该图形应该是呈上升趋势的。毕竟，银行存款的利率要低于贷款的利率，这样才能获得收益。但是，当收益曲线呈倒挂时，银行几乎不可能赚钱。结果，银行停止了贷款以增加其储备。反转收益曲线是由美联储提出的，意在减少经济活动，比如当通货膨胀引发了诸多问题时，经济活动就该减少。然而，这一过程不好应对，常常会导致经济衰退。

总之，熊市可能包含以上一个或两个因素。但是这三个因素也有同时出现的时候：1929～1930 年的熊市。当时，道－琼斯工业平均指数下跌了 89%。

择时交易机制

择时交易机制（marketing-timing systems）有许多类型，但是很难找到一种既好用、又可以追踪的方法。所以，我们有必要对高级投资者进行观察，他们拥有长期的良好业绩。马丁·茨威格就是其中之一。茨威格拥有金融博士学位，起先他是一名金融时事通讯作家。由于他的良好业绩，他甚至成了电视名人，并发起建立了一些封闭式基金和开放式基金。虽然他的方法都是 20 世纪 70 年代或 80 年代提出的，但是在今天仍然适用。

我们举个例子说明茨威格发明的指标在现实世界是如何发挥作用的：1987 年 9 月 25 日，茨威格对其客户建议道，股市可能下跌，并推荐了一个有趣的战略，即：在股市上买入一只脱价 8%、并在 11 月中旬到期的看跌期权，使其占到投资组合的 1%。表面看来，这个赌注风险很大，因为股市可能在之后的两个月内下跌 8% 还多，而下跌 8% 当然是个大的变动。但是，即使这次交易以失败告终，也不过损失了投资组合的 1%。茨威格认为这一战略有利于防范"崩盘"的影响。

---

① 原文如此。显然是 1974 之误。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



当然，这个赌最后赌赢了，收益率竟然高达 2075%。对于整个投资组合来说，其利润率是 20.8%，补偿了其他投资带来的 7% 的损失。总体而言，在 10 月 19 日黑色星期一，这一战略带来了 9% 的收益。茨威格的原本目的是根据指标的提示来防范其投资组合很可能遇到的风险。但是，在极度动荡的股市中，他成功地获得了巨大利润。其实，这在股市动荡期是时常发生的事情——套期保值可能变为成功交易。

那么茨威格的择时交易机制是怎样的呢？这一机制非常直接、易懂。他的研究方法也很宽泛，他既关注货币政策、技术分析，也关注投资者的情绪。

货币政策

尽管一国的经济政策非常复杂，但它仍由两个主要部分组成。第一："财政政策"。它包括支出与税收政策。财政政策会对产业产生重大影响，如医疗保障和军火承包商。但是对于投资者来说，财政政策不一定能帮助预测市场。一个原因是，人们很难对各种政策产生的影响进行预测，比如 2008 年金融危机后国家实施的巨大财政刺激计划。尽管该计划的实施使美国从经济衰退中走了出来——或许还避免了经济衰退——但是失业率仍然居高不下。

相反，"货币政策"对于投资者而言则可能更有帮助。货币政策受美国联邦储备局（美联储）影响，美联储有权改变利率，控制美国经济的货币供应量。同时，美联储也有权利成为"最终贷款人"。经济危机发生之时，美联储会对市场进行干预，向市场注入资金。货币政策的影响是迅速、巨大的。2008 年，美联储向美国经济注入了一万亿美元的资金。2009 年，股市就开始回升了。

当然，对于卖空者而言，他们会观察美联储何时收紧信贷。信贷收紧时，市场可能会进入熊市阶段，持续 1～3 年的时间——甚至更久。

高利率会使市场进入熊市阶段，有以下几个因素。第一，投资者之间存在竞争。固定收益证券会随其收益率的提高而变得越来越有吸引力。此时，投资者会抛售股票，把资金用到购买固定收益证券上去。对于全球金融市场来说，该影响是巨大的、迅速的。第二，高利率会增加企业成本。换言之，如果一家企业想扩张，利息成本就会提高。对于资本密集型企业如航空公司、公用事业单位等而言，影响尤其严重。第三，消费者收入缩水。简言之，高利率会使消费者购买能力下降，尤其是购买昂贵的物品。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



茨威格会关注美联储的诸多指标。但是，主要指标有两个。第一个是“贴现率”，指会员银行（储蓄信贷银行）通过“贴现窗口”（discount window）向美联储借款时需要支付的利率。当会员银行需要提高储备时，就可以通过这种方式来筹集资金，这在利率上升、经济增长放缓之时显得更为重要。茨威格认为，利率仅上升一次——上升0.5%～1%——就可以被视做看跌。这种情况会持续半年，直到股市再次上涨。第二个是“法定存款准备金标准”，意为一家银行必须储备的现金量。美联储很少提高法定存款准备金标准，因此，当该标准提高时，意味着股市行情大大看跌。

须谨记在心的是，自从自茨威格提出这些指标以来，市场已经发生了巨大变化。但是，他提出的美联储指标仍然适用。同时，投资者也需要关注高级市场预言家提出的其他方法。

美联储模型

投资战略家爱德华·亚德尼博士创立了美联储模式。该模式成立的前提条件是，债券收益和股市整体回报率是此消彼长的关系。如果两者之间出现不平衡现象，那么股市可能会发生变化——看涨或看跌。

美联储模型将国库券10年的收益率与标准普尔500指数的预期收益率相比较。“预期收益率”（forward earning yield）指用标准普尔500指数每股预计一年的收益除以其总市值。如果出现差额，那么亚德尼就会建议买进收益率更高的一方，卖出——或卖空——收益率较低的一方。

美联储模型有不同的应用方式。比如，投资者大卫·默克尔使用美国BBB公司的债券利率来替代国库券10年收益率。这样做的话，他认为股票收益率至少要比BBB公司债券利率高2.5%到3%才值得冒这个风险。

泰德价差

美联储的另一个指标是“泰德（TED）价差”（Treasury-Eurodollar Speed），是指伦敦银行同业拆借利率（LIBOR）与美国短期国债利率（90天）之差。LIBOR指国际银行间互贷的利息率，是用欧元来计算的，是一系列金融工具如抵押贷款、工商业贷款等使用时的基本利率。泰德价差通常很小，也很稳定。但是如果价差突然增加，全球的银行家就会紧张不安起

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



来，开始着手规避风险。结果会导致信贷市场缩紧，全球经济增长减缓。

技术分析

动量可以推动市场发展，而一种趋势则能持续几年。的确，茨威格曾说过："趋势是你的朋友。"技术分析的确如此，它只关注价格和成交量，但是茨威格认为，价格是最重要的因素。在多数情况下，不管是上涨还是下跌，股价发展的趋势会促进该趋势的进一步发展。动量指标通常用来预测主要的牛市阶段。

价值线指数

"价值线指数"（Value Line Index）追踪了纽约证券交易所（NYSE）和纳斯达克的 1700 只股票。茨威格还发明了一种预测股市下跌的简单方法——"价值线指数"在一周内下跌 4% 甚至更多。总而言之，这是一个强烈的信号，预示着股市可能进入熊市。同时还有一些其他如下指标。

交易者指数

其中一个指标是"交易者指数"（Trading Index，TRIN），是由理查德·阿姆斯在 20 世纪 60 年代提出的。指的是上涨股票与下跌股票以及成交量的对比关系，其公式如下：

（上涨家数 ÷ 下跌家数）÷（上涨成交量 ÷ 下跌成交量）

通常而言，TRIN 的变动不会太大。但是如果波动率上升，情况当然就不是这样了。卖空者期待 TRIN 指数达到 1.20 或更高，因为此迹象表示市场出现超买。

波动指数

同时还有"波动指数"（Volatility Index，VIX）。VIX 于 20 世纪 90 年代早期兴起，现已成为广受关注的指标，用以反映标准普尔 500（S&P 500）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



指数期货的每日波动程度。如果 VIX 突然上升，可能意味着股市走势将发生变化。虽然 VIX 在预测长期熊市或牛市方面并不好用，但是预测几个月内的趋势还是不错的。

投资者情绪

情绪指标是为了衡量投资者的整体情绪。如果情绪高涨，那么股市可能会进入修正甚至熊市，主要原因是股市很难再吸引更多的投资者了。

标题指标

“标题指标”（headline indicator）是衡量投资者情绪的一个有名的方法。比如，一家主流杂志——像《时代周刊》的封面故事显示股票行情上涨，这就是“标题指标”。此时人们会涌入股市，认为股市价格不可能下跌。

二级发行

另一个指标是“二级发行”（secondary offerings），指公司将私人持有的股票销售给投资者。销售得来的钱可能用于公司扩张或还贷，或是支付给想变现的股东。当股市增长缓慢或者处于熊市期时，二次发行的情况是不存在的。只有当股市走暖时才会出现二次发行。而且，当股市发展到顶峰，二次发行就有泡沫了。

经济萧条与股票市场

美国上次经济萧条发生于 1929～1933 年，这是一次全球性的经济危机。当时，美国失业率高达 25%，工业产量下降 46%，对外贸易额下跌 70%。在 20 世纪 30 年代中期美国经济曾一度开始恢复，但在 1937 年又故态复萌。直到 20 世纪 40 年代末期，美国才恢复充分就业。经济萧条在美国历史上并

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



不多见。然而，2007～2008 年金融风暴过后，人们担心美国经济可能会再次出现萧条。但是因为政府实施了刺激经济发展的一揽子计划，美联储实施了宽松的货币政策，美国经济才又开始以缓慢的速度增长。

经济萧条对于股价而言当然是当头棒喝，因为当萧条发生之时，许多人会丧失财富，进而破产。而且，股市可能需要十几年才会真正得以恢复。基于此，在投资时考虑卖空战略就显得尤为重要。可能卖空战略也并不足以应对萧条，但是可以减少损失。或者，投资者能有更多时间把资产转移到流动性好的资产上，比如国债。

在过去 200 年内发生的两次经济萧条（1835～1842 年，1929～1933 年）中，股市率先出现了大幅下跌的情况，这是有道理的。股市大跌并非偶然，而是表示某一经济体的基本面已土崩瓦解。而且，如果股价下跌严重，就可能会出现“财富效应”。即使没持有多少股票的投资者也会感觉自己变贫困了。这种消极的心理会长期导致消费下降，经济增长减缓。

预测牛市

熊市对于卖空者而言是好事，但牛市却恰恰相反，尤其是股价上升最快的牛市的早期和晚期。此时，卖空者可能损失惨重。比如，牛市可能持续 1～5 年，甚至更久，但是，获得收益的期间却很短，比如只有 6 个月。此时，收益率能轻松超过 50%。在 1932 年最牛牛市出现的 3 个月内，标准普尔 500 指数增值 154.5%。

上涨/下跌指标

因此，我们也需要对牛市的出现加以判断。一个方法就是关注“上涨/下跌指标”（Advance/Decline Indicator）。该指标表示的是纽约证券交易所股票上涨总量和下跌总量的比率，价格未发生变动的股票不考虑在内。由于这一指标变动较大，因此我们可以关注该指标在 7～10 天内变化的情况。如果在此期间，该比率为 2：1 甚至更高，就表明牛市很有可能马上出现。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



成交量上涨指标

有了上涨/下跌指标，投资者可能还希望看到有强劲的成交量出现。此时，可以利用“成交量上涨指标”（Up-Volume Indicator）。该指标表示成交量增加的股票数量与成交量下降的股票数量的比率（成交量未发生变动的股票不考虑在内）。如果该指标达到9:1 或更高，表示股市看涨。

本章提到的所有战略中，最重要的应该是美联储指标。常言道，投资者“不可逆美联储指标行事”。原因在于，美联储会对股市的流动性产生巨大影响，而且可能对股价走势——至少是短期走势产生重要影响。在下一章，我们将讨论如何利用空头头寸设计投资组合方案，比如利用中性市场战略或全球宏观战略等。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十一章　交易战略

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

关键概念

- *看待不同投资组合管理的方式*
- *分析套利交易*
- *理解定量交易*

只进行空头投资的投资者在数量上比较稀少，这主要是由高昂的成本、逼空和补仓带来的风险而造成的。但是这类投资的投资者可以获得丰厚的回报。卖空大师詹姆斯·卡诺斯就从中获得了巨额的交易利润。但其交易记录绝非完美，他的投资有好几年曾遭受了巨额的亏损。卡诺斯一度甚至认为他不能坚持自己仅做空头的投资战略了。

有鉴于此，事实上更常见的情况是投资者采取空头和多头投资相结合的方法。此战略适用于市场中性的投资组合、多/空股票导向型对冲基金或者定量基金。事实上，这些战略随着对冲基金在过去 20 年的发展和兴起而变得越发重要。

市场中性的投资组合

市场中性的投资组合（market-neural portfolio）试图消除整个市场带来的影响。因而无论市场处于牛市或者熊市状态，收益均较为稳定。

毫无疑问，一般的市场和行业的滑坡会对投资者的投资组合带来重大影响。请记住，熊市的典型情况是九成或者九成五的股价会下跌。这通常被称为“相关风险”（correlation risk），因为大多数股票投资同时上涨或者同时下跌。在这种环境下，连顶级的股票挑选者都是不太可能获利的。有趣的是，这正是投资多样化这一概念的误导人之处。即使你对很多种股票和产业进行了分散投资，但这在熊市中都不会起作用，你的投资组合价值仍然会下跌。诚然，这种情况下带来的影响不如整体市场产生的影响大，但也不会相差太多。

投资者也需要警惕所谓的“行业滑坡”现象。举个例子，假如你买入了半导体行业最好公司的股票，但是这仍不见得是个好的投资选择：若该行业进入衰退阶段，你所器重的这只股票也很可能会贬值。该种行业影响被称做“交替”，可能产生快速而重大的影响。大量资金由一个行业进入另一个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



行业而带来重大损失的例子并不罕见。

当然，采取市场中性战略，你通常可以避免这些问题，主要是由于在对被高估的股票进行卖空交易的同时，买入被低估的股票。例如，假设布姆公司（Boom. com）有着120的市盈率，同时，优秀的软件公司XYZ公司市盈率为25，但是，你认为这两个公司的估值在将来是会趋于一致，因为投资者意识到布姆公司成长速度不如预期，因此前者的价值被高估，而XYZ公司的价值被低估了。要采取市场中性的投资组合战略，你通常需要向空头和多头交易投入同样的资金。所以，你要以每股125美元的价格做空10000美元的布姆公司股票，同时以40美元的价格买入10000美元的XYZ公司的股票。

不妨假设下个月布姆公司股价从125美元跌落到了95美元，跌幅24%，而XYZ公司股价升至42美元，升幅5%。你的投资组合从价值20000美元升至229000美元，收益可观。

但是还有一种可能：假设你的多头投资价值下降了5%，你仍将有22400美元的收益。也就是说，即使你猜错了市场走势，仍将会有正的投资回报，因为你同时拥有多头和空头头寸。

理论上讲，市场中性的投资组合对于那些寻求“绝对回报”的投资者而言是很有吸引力的。这意味着市场中性的投资组合基本上在任何环境中都会带来正的投资收益。毫无疑问，这种组合收益率很可能不如仅进行多头投资的投资组合（比如牛市的情形）的收益率高。但与此同时，市场中性的投资组合有着针对市场下行趋势的资产保护措施。然而，有些情况下市场中性的投资组合会成为大麻烦，尤其是在市场狂热，投资者持续购买投机性股票的情况下。

继续使用前面的例子：假设布姆公司股价持续上涨，而更高质量的XYZ公司股票实际上下跌了。为什么？部分原因在于所谓的“旧经济”。这正是市场中性的投资组合在互联网业繁荣期表现不好的原因。但是这种情况是很少见的，而市场中性的投资组合在稳定的环境中非常有效。多数情况下，它致力于创造β值为0的资产组合。β值代表着一种资产组合或者股票与市场相比的波动性。若XYZ公司的β值为1，那么其股价将与市场价格同幅度波动。若β值为0.5，则说明市场价格上升1%，其股价上升0.5%。但是如果β值为零，那么价格与市场变动没有相关关系。然而某资产为了获得收益，需要有一个正的α值。该收益与市场收益无关，正的α值说明投资者有着良好的投资项目筛选技巧。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



关注几个甚至是一个行业时，选择市场中性的行业是有效的。其实关注行业的数量不重要，重要的是 α 值。此外，掌握行业知识也很重要。但投资者仍需考虑以下几点。首先是净风险，随着投资组合的成长，其多头和空头的头寸状态可能会出现不平衡。因此，优秀的经理会保持投资组合处于平衡状态。若不平衡，β 值将会上升。其次，投资者需要了解“资产和行业类别”，也就是说配对交易的对象是规模大致相同的公司，毕竟投资理论认为小公司和大公司的股票走势通常相互偏离。另外，配对交易的对象应是产品线和市场重点相似的公司。例如，半导体厂家和其他的厂家很不相同，比如其地理位置和价格点等方面都不相同。

换句话说，如果对一些行业进行多头和空头的配对交易的话，对于投资者而言将会变得更加困难。

套利交易

简单地说，交易员利用两个市场的价格差异，套利交易（arbitrage）就会发生。举一个经典的例子：伦敦市场上金价是 1000 美元，而纽约市场是 980 美元，精明的交易员会在纽约买入黄金的同时在伦敦卖出相同数量黄金，进而锁定利润。20 美元的利润就是 2% 的无风险收益。前提是，这两个市场的商品价格最终会趋于一致。事实上，正是在套利交易员的作用下，两地价格才趋向一致。

但是在今日全球电子市场中想找到套利机会相比过去而言更加困难。事实上，交易员使用大量的头寸和金融杠杆来增加收益。另外，他们也经常使用复杂的计算机模型。由此带来的结果是套利机会稍纵即逝，需要用电脑交易系统的交易速度来捕捉机会。但是这种新时代的套利系统并非是无风险的：2008 年，此类型的诸家顶级基金蒙受了巨大的损失。

尽管有着风险因素，套利交易依旧很受欢迎。主要的方法包括统计套利、兼并套利和可转换债券套利。

统计套利

格里·班伯格（Gerry Bamberger）在 20 世纪 80 年代发明了统计套利

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



(statistical arbitrage)。他获得了哥伦比亚大学的计算机科学学位，最初在摩根士丹利帮助开发“大宗交易”软件。此类交易的对象是机构股票，通常交易数额较大。

即便对于摩根士丹利这样的大公司而言，这类的交易也存在风险。若市场行情突然下跌，出售证券不能获利时该如何应对？因此，格里·班伯格发明了一种自动进行配对交易的方法，即统计套利。这意味着，若摩根士丹利大量买入某股票，该系统就会做空一只相似的股票。例如，公司买入了10000股的美联航股票，相应地，它将会做空美国东方航空的股票，目的是降低此次大宗交易的风险。但是格里·班伯格意识到，大宗交易带来了获得短期利润的机会，因为大宗交易暂时打破了价格的均衡状态。借助这款复杂的软件，格里·班伯格便可抓住获利机会。随着摩根士丹利大宗交易业务的发展，此软件可从统计套利中获取收益，并最终成为非常成功的利润中心。

统计套利困难之处在于如何找到有着很高相关系数的证券，理想的系数是0.98左右。当然，这是建立在历史趋势之上的。但在波动性较大的市场中，这类关系将不复存在，交易便会无利可图。

兼并套利

交易员通过做空兼并者的股票并买入被兼并对象的股票获利，这就是兼并套利（merger arbitrage）。此操作是可能实现的，因为被兼并者目前的股价估值和收购价格往往存在差价。原因在于：

首先，由于未能获得必要的股东投票或者未能通过反垄断审查，兼并交易可能流产。其次，交易需要进行尽职调查，买家可能发现影响交易的负面信息。另一种可能是“不利的市场条件”导致融资环境变得极其困难，或者是停滞的经济突然对收购对象的业务产生冲击。这正是2007～2008年发生的情况：这两年进行了很多的交易。因此，若交易未能成交，兼并套利交易会使投资者蒙受巨大损失，造成买家的股票事实上升值，被收购公司的股价下降。

有趣的是，缺乏兼并交易也会对兼并套利带来不利影响。兼并过程一波三折，有时候一桩交易在几年内都进展甚微。很显然，在这种情况下，很难利用足够资金获得良好的收益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



可转换债券套利

可转换债券是一种混合证券，有着固定的到期日和利率，但也允许投资者将其转换为一定数量的普通股。也就是说，可转换债券兼有债券和普通股的特征。甚至存在"可转换优先股"。对于此类证券而言，其每年的股利要高于固定收入金融工具（例如债券）的收益。另外，若遇到公司违约的情况，优先股股东优先于普通股股东获得利润。

谈到可转换债券套利（convertible Arbitrage），我们的重点是可转换债券。在讨论具体的例子之前，有必要理解一些基本的概念。

■ **对于公司而言，可转换债券是一种低成本的有吸引力的融资形式：**因为它给投资者带来了股票升值的潜在优势。所以，其利率往往更低，尤其是考虑到公司的信用评级的时候。事实上，公司也可能永远不必偿还此债务，因为如果股价上升，投资者将其转换为股票，那么对于公司来讲，流通的债务就会消失。

■ **可转换债券不受公司资产的支持：**事实上，债务属于现有负债。所以在违约的情况下，可转换债券的持有者在偿还顺序中位列最后（至少对于债务类证券是如此）。但这对投资者来说并不是一个大问题。毕竟，他们寻求的是股权的升值。可转换债券也有缺点。假设可转债券的基础股份价值下跌，那么可转债的价值也会同幅度地下降吗？很可能不会，因为支付的利息将会对债券价值起到支持作用。

■ **可转换债券可以先期偿还：**这意味着公司有权回购此证券。不妨假定有超过面值5%～10%的溢价，但这通常会是价值的上限。

举个例子来说明可转换债券的使用。例如，XYZ 公司发行了 1 亿美元的可转换债券，票面利率是 4%，投资者有权将其以每股 20 美元的价格转化为普通股。若债券面值为 1000 美元，那么投资者可将每张债券转化为 50 股的普通股。为何不现在就进行转换？目前的股价为 15 美元。在此时转化，那么投资者将只能通过普通股获得 750 美元（用 50 股乘以每股 15 美元的价格）。这就是所谓的"转化价值"（conversion value）。但是如果股价上涨并超过了 20 美元，投资者会考虑将其转化为普通股。或者随着到期日的临近，股价维持在转换价格或者更低的话，投资者会等待债券到期，得到本金。有时可转换债券的价格和普通股的价格存在差价，这就带来了套利机会。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



继续使用这个例子。假设可转换债券的交易价格为 850 美元，而股价为 18 美元。这就意味着转化价值为 900 美元（18 美元乘以 50 股）。这种情况下，套利交易需要买入可转换债券并且卖空 50 股的普通股。下一步，你可以将债券转化为 50 股普通股，用其填平空头头寸，而获利的数额是 50 美元。

有趣的是，可转换债券和普通股之间往往存在差价。但是数额太小，一般难以获利，尤其是考虑到交易成本时，情况更是如此。但不可否认的是，市场的高度波动会使价差产生，并给投资者提供套利的机会。

全球宏观因素

全球宏观因素指的是投资者所关注的重大经济动向，例如通货膨胀和国内生产总值，也包含了对于像战争和保护主义等地缘政治事件的分析。从投资的角度讲，可以利用的投资手段主要包括对于货币、掉期和利率期货的多头或者空头交易。这些市场的流动性很强，并且允许投资者使用大量的金融杠杆。因此，即便很小的操作也会给投资者带来巨大的收益。

然而，这同时也意味着投资的风险会大大提高。例如，像乔治·索罗斯这样顶尖的全球宏观市场参与者也遭遇过巨大的交易损失。但是，有多家全球宏观基金在 2008 年表现良好。毕竟它们对当时逼近的全球经济危机有所警觉，并抓住机会进行了做空的交易。

定量交易

定量交易使用超级快速的计算机运行极其复杂的数学计算程序。这些程序建立在多种市场数据之上，目标是找到一定的模式和趋势。因为定量交易获利机会不大，并且稍纵即逝，所以投资者才会利用到计算机。此外，定量基金通常使用大量的金融杠杆来扩大收益。但是 2008 ~ 2010 年的事实表明，此类战略可招致重大损失。事实上，诸多的顶级基金被迫倒闭。

定量基金并不需要雇用很多传统的投资专业人才，雇员多为计算机编程员、数学家甚至是物理学家。显而易见，这些高水平人才很稀缺，公司需要支付很高的薪酬。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



定量基金起源于 20 世纪 70 年代早期，爱德华·索普（Edward Thorp）是发展定量基金的先驱。工作之初，他是一位数学教授，但是他想尝试一下能否用方程式赚钱。他的第一个目标是 21 点扑克牌游戏，在该项目中他使用 IBM704 电脑测试各种游戏战略。爱德华·索普意识到游戏玩家使用“算牌”的方法，每次玩牌之后也不用再重新洗牌，于是玩家就获得了优势。基于这一发现，他出版了一本畅销书《击败庄家》（*Beat the Dealer*）。此书一出版便大获成功，索普也名噪一时。不久，他给赌场带来了大麻烦，后者想要将他列入黑名单。因此，他将阵地转移到了更大的赌场：华尔街。

尽管他理解有效市场假设的原理，但是爱德华·索普认为该理论存在漏洞。他研究的领域是权证，与期权类似。期权的买家有权以一定的价格买入股票（权证的期限比期权更长，比如 10 年或者更长）。索普试图找到权证和正股的定价失当，以轻松获得无风险的利润。

问题在于，认股权证要求对于股价的预测，这绝非易事。但是爱德华·索普应用其数学技能和计算机知识开发了定价模型。后来他发现其中的确存在着套利的机会，他的方法称为“可转换债券套利”。之后，他专门为此出版了一本相关书籍《战胜市场》（*Beat the Market*）。此书也成为畅销书，是定量交易行业的经典之作。

爱德华·索普于 1969 年经营其第一只定量基金，并大获成功。尽管遭遇了 1973～1974 年的熊市和 1987 年股灾，索普 20 年来仍取得了不错的收益。像其他成功的投资战略一样，其定量基金也得到了极大的关注。华尔街也日益注重发展自己的基金，以求在日益增长的利润中分得一杯羹。但直到 20 世纪 90 年代，定量基金才成为金融市场一支重要的力量。一些重量级市场参与者进入了该市场，包括西特德尔投资集团（Citadel）的肯－格里芬（Ken Griffin），摩根士丹利 PDT 基金的彼得·穆勒（Peter Muller），AQP 资本管理公司的克里夫·阿斯尼斯（Cliff Asness），德意志银行的博阿兹·魏因斯坦（Boaz Weinstein）和文艺复兴科技公司吉姆·西蒙斯（Jim Simons）。

这些著名的定量基金不断地获取超过市场平均水平的收益，吸引了大量的资产。有的基金规模甚至超过了 300 亿美元。但是，取得这些收益是由于牛市行情和较高的流动性水平吗？如果市场行情下跌或者剧烈波动，基金收益将会出现什么情况？在这种情况下计算机战略还有用吗？多数情况下，这些都是理论上的问题。但是，定量基金当然认为这些情况比较罕见，计算机可以迅速地应对不利的市场状况。

然而，问题很早就出现了，第一个重大的事件与长期资本管理公司有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



关。该基金成立于1994年，拥有一支顶级的团队，包括诺贝尔奖得主斯科尔斯（Myron Scholes）和罗伯特·默顿（Robert Merton）。这支团队开发了期权定价模型，该基金使用定量交易战略，获得了巨大的利润，收益如下：

长期资本管理公司收益率

1994年	28%
1995年	43%
1996年	41%
1997年	17%

然而此模型并未考虑低概率事件，如俄罗斯的主权债务违约。结果该公司蒙受了巨大的损失，尤其是在借入资金水平如此之高的情况下。长期资本管理公司于1998年倒闭，时任美联储主席格林斯潘主持安排了救援计划，由华尔街公司提供救援资金。

定量基金和信贷违约掉期

由于资本转移至高安全性领域，众多投资者开始转向信贷衍生工具。理论上讲，这些工具是为了在违约的情况下保护债券投资。

例如，XYZ公司想要发行一亿美元的债券，但是投资者担心该公司偿还长期债务的能力不够。一个解决方案是签订“信贷违约掉期合同”（CDS），这可以看做一种保险合约：若XYZ公司违约，那么投资者将会获赔1亿美元。

信贷违约掉期合约也像保单一样，每年需要缴纳保费，期限可长达5年左右。另外，信贷违约掉期也是一种“结构性产品”，也就是说买家和卖家必须进行长时间的谈判磋商，时间可能长达一个月，以完成此合约。像高盛和摩根士丹利这样的投资银行往往会参与交易。一旦信贷违约掉期合约得以创立，那么它将进入场外交易市场（OTC）进行交易。其市场管制较少，一群来自不同投行的交易员为客户进行交易。

总的来说，信贷违约掉期合约像是一种保守的金融产品。定量基金也的确看到了交易此种合约带来的获利机会。事实上，这是做空一家公司的有效方式。原因在于，若一家公司陷入困境，那么其信贷违约掉期合约将由于违约风险升高而价格上升。信贷违约掉期合约的交易也会带来比典型股票更多的做空交易。

例如，一家规模较大的投行同意对XYZ公司的债务展开信贷违约掉期

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



业务。假如 XYZ 公司债务违约，那么该投行必须对信贷违约掉期合约的持有者进行债务清偿。为了防范此风险，投行事实上会做空 XYZ 公司的股票。若该交易在市场上大规模地展开，那么将会给金融市场带来巨大的风险，这也是 2007 ~ 2008 年市场行情下跌的重要原因。

影响定量基金成功与否的其他因素

除了信贷违约掉期合约市场的兴起，其他重要的市场因素也推动了定量基金的成功，其中的一大因素就是使用高速计算机进行交易的“高频交易”。

另外一大因素是“套息交易”（carry trade）。日本 20 世纪 80 年代末期出现经济危机，随之经济增长放缓，之后日本的利率几乎维持在 1% 的水平。定量基金和其他多种基金看到了进行无风险交易的机会：在日元利率谷底时期，借入日元并用获得的资本在其他国家进行高收益的投资。当然，定量基金使用了大量的财务杠杆，以扩大交易的规模。

甚至“布隆伯格终端”（Bloomberg terminal）的出现也对定量基金的发展起到了关键的作用。通过该终端可掌握全球各种不同的投资机会实时信息。有了这些信息，定量基金公司便可开发出更加复杂的模型。例如，一只定量基金可以测算美国股市和其他股市（如亚洲和欧洲）的股价净值比，如果存在差额，那么定量基金将会做空价格更高的市场，同时在价格较低的市场买入股票。定量基金也可将其应用到其他资产类别上，例如货币、商品期货及其他投资，因此，可将其看做全球套利行为。

定量基金的衰落

2000 ~ 2007 年间针对结构化产品的投资推动了定量基金收益率的上涨。其中的关键是“担保债务凭证”（Collateralized Debt Obligation，CDO）。典型的担保债务凭证含有各种类型的抵押贷款，这些贷款被称为“部分”（tranches），其违约风险各不相同。一个拥有 3A 信用评级的部分有着较高的质量，这创造了一种安全感，而保守的金融机构也更容易购买担保债务凭证。但是信用评级也绝非那么可信。例如，长期的房地产市场价格看似稳

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



定，至少在全国层面上是稳定的。但是从市场投机的角度来讲，情况会不会有变化呢？

房地产市场的一个趋势是次级贷款增多。这些抵押贷款提供给那些没有或者有着很少收入证明的人群。这的确是华尔街的新现象。而信贷机构的计算机模型并没有应对这种情况做出重大的调整。假如所有或者大部分的贷款成为坏账，债务违约情况急剧升高怎么办？在这种情况下，3A 评级的"部分"价值将会为零。许多的担保债务凭证就出现过此类情况。像雷曼兄弟和美林证券这样的金融企业最终持有了巨额的缺乏流动性的担保债务凭证，这也导致了两家公司后来的悲剧。

定量基金出现的另外一个问题是它并未考虑到不利事件的发生。定量基金在交易担保债务凭证时，坚持的是"相对价值方法"（relative value approach），也就是说做空被高估的产品同时买入价格便宜的金融产品。当然，若担保债务凭证价值不复存在，那么该战略也将失败。因此，2007 年两家在担保债务凭证产品上投入重金的贝尔斯登对冲基金公司，被迫倒闭，而这也最终导致了这家投行的失败。

尽管次级贷款仅是金融体系中相对较小的组成部分，但是该资产类别的动荡影响了其他资产类别。原因在于担保债务凭证基金是更大的金融系统的一部分。因此，为了弥补亏损，这些基金需要快速获得流动性，这就要求出售蓝筹股等优质资产。而这会造成，例如，迪士尼和卡夫等企业股票价格的骤跌。不言而喻的是，统计套利也将因此损失利润。因此，这些基金被迫出售优质资产，填平低质量头寸中的空头头寸，即买入这些股票。这样就形成了恶性循环，带来了市场行情的下跌。

还有另外一个问题：2008 年 9 月，美国证券交易委员会禁止了差不多 800 家的金融服务公司的卖空交易，旨在防止股票市场的动荡。因此，对于很多有着空头头寸定量基金的金融服务公司而言，结果是灾难性的。这些（金融服务）公司的股价迅速上升，其中一些股票价值在短时上涨了 100%。

或许定量基金最大的缺陷在于其并未将人性因素考虑在内。数学和物理知识当然可以预测行星和飞机的运行轨迹，但是这些方法在处理人类活动（例如交易活动）时，会多么有效呢？毕竟，即使像宠物网络（Pets. com）这样并没有明确的商业模式的公司，仍然有很多聪明人将钱投入了这些公司。

学术界几年来发展形成了一种新的理论，称为"行为金融学"。该学科试图吸纳人类行为的复杂因素。事实上，聪明人作出非理性的金融决策并不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



罕见，然而数学模型却很难处理这些情况。

迄今为止最伟大的交易

2007 年之前，人们认为保尔森作为一名基金经理，已经过了他的巅峰时期。尽管他有着优秀的交易记录，但是保尔森在吸引大量资金方面并不很成功。或许部分原因在于他使用的是传统的基本分析方法，而不是强大的电脑系统进行交易。

保尔森坚持认为定量基金以及其他的对冲基金都处于困境之中。这些基金在规模巨大的房地产市场进行投资，而房地产市场价格正经历快速的升值。他认为泡沫会最终破裂，因此他花费了大约两年的时间对房地产市场进行调研——聘请专家，购买数据库并且出席各种会议，借此来发展他的投资论题——是什么在引发市场的下跌。

但是保尔森面临着一个大问题：怎样做空房地产？并没有直接的做空方式，因此保尔森发挥了创造性：买入针对担保债务凭证的信贷违约掉期。这项工作并不简单，因为这些金融工具极其复杂，包含了数百页的披露事项。但是每个信贷违约掉期都有两面性：此合同的卖方认为担保债务凭证不会破产，而买家持有相反的观点。总之，这些担保债务凭证中，精明的投资双方在对赌。

与当时其他的投资不同，保尔森并未使用借入资金进行交易。他认为此举太过冒险，杠杆会逐渐吞噬收益。但是那时保尔森对信贷违约掉期的投资已经是一种杠杆了。如果其标的资产的价值下跌，那么这些金融工具的价值将会骤增。在 2007 年之后的两年，保尔森成了一位超级明星。事实上，他进行了华尔街历史上最大的一笔交易：2007～2008 年，60 亿美元的利润进入了他的腰包。

在本章，我们谈到了大部分复杂的交易战略。这些交易战略大都为华尔街的职业投资人而非个人投资者使用。但是个人投资者也可以利用共同基金和对冲基金来实践这些战略。然而我们也看到定量基金的投资是有风险的，需要投资者在作出投资决策之前进行调研。在下一章，我们将讨论期权的做空交易。同样，只要你理解了其中的风险并进行有效的风险管理，期权投资同样可以带来可观的利润。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十二章　期权的做空交易

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

关键概念

- 期权与卖空
- 跨式交易与差价
- 指数期权
- 税务问题

期权是一种金融衍生产品，因为其估价决定于其标的资产。这种投资有着数百年的历史，其起源可追溯到荷兰和伦敦的早期股市。但现代期权市场于 1973 年芝加哥期权交易的创立而正式起步。该交易将期权的交易场所标准化，增加了期权的流动性和交易量。目前该交易所进行交易的金融产品有超过 2200 家公司的期权、22 种股指和 150 种交易所交易型基金。

近几年来，期权市场增长强劲，1999 ~ 2009 年，权益期权交易量从 4 亿美元增至 35 亿美元。原因在于电子市场和网络的出现、网上交易的便利性，以及接受较高教育程度的人群。期权之所以受欢迎是因为它给空头投资者提供了交易的不同选择。事实上，期权工具在开发复杂的投资战略和套期保值方面非常有效。同时，期权已变得更加便宜，其交易佣金与普通股票交易佣金相差不多。

期权基本知识

期权赋予投资者在一定时期内（通常为一季度到一年）以一定的价格买入 100 股股票的权利，而不是义务。这也被称为“看涨期权”，还有另外一种期权是“看跌期权”。购买该类型期权，投资者将获得在未来某一时期以固定价格卖出 100 股股票的权利，此价格称为“期权履约价格”。购买这两种期权都要缴纳期权费，所以你的投资额等于溢价乘以 100。

不论是买看涨期权或是看跌期权，都意味着投资者对于股票或者其他证券的走势进行了判断。若购买看涨期权，意味着投资者认为股票会升值；若购买看跌期权，投资者的判断就是股票会贬值。

为了更好地帮助读者理解，这里举一个看跌期权的例子。假设你认为 XYZ 公司目前 35 美元的股价被高估了，你使用电脑找到了看跌期权如下的报价。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



表 12-1　　看跌期权链

期权协议价格	合同名称	最后交易	变动	买入价	卖出价	交易量	未平仓合约
33.00	XYZ/11M22/33.0	1.90	0.16	1.85	1.91	754	4407
34.00	XYZ/11M22/34.0	2.25	0.21	2.25	2.32	256	10345
35.00	XYZ/11M22/35.0	2.74	0.21	2.72	2.85	512	28270
36.00	XYZ/11M22/36.0	3.30	0.40	3.30	3.45	498	5803
37.00	XYZ/11M22/37.0	3.90	0.15	3.90	4.10	245	3786

这就是一个期权链，在第一列显示了一系列协议价格之下可获得的期权合约，第一栏的信息永远不会变。期权的到期日是在 1 月份，当前月份是 9 月。第二栏是期权合同的独特的识别符号，第三栏显示的是最近的交易状况。在第四栏可以看到，看跌期权在上一交易日价值有所上升。最后两栏显示每个期权的情况，交易量一栏指的是期权合约的购买数量，而未平仓合约一栏则是流通中的未平仓合约，也就是尚未执行的期权交易。

为了完成交易，你要买入协议价格为 35 美元的 XYZ 公司期权，支付 285 美元的卖出价（2.85 美元乘以 100）。此价格为期权费，也是需要缴纳的唯一的费用，无须缴纳保证金。由于这是一份正式的合同，此交易还要有另一方参与。在这个例子中，合同的对方就是看跌期权的卖方。该方同意在未来购买你拥有的 100 股股票。

如果对方未履行交割义务怎么办？期权交易所设有“期权清算公司”，该组织跟踪所有的期权交易情况。另外，期权清算公司会是你的看跌期权最初的卖家，然后其才会将此交易转移给交易看跌的卖家。该组织还会保证期权的执行，这是一种保险，为期权交易市场提供了信心。换句话说，没有必要担心期权合约无法履约。

看跌期权也给做空者提供了杠杆工具。这意味着卖家只需要支付交易证券数额的一部分资金。在 35 美元协议价格的期权交易中，总额是 3500 美元。当然做空者只需要支付 285 美元。这意味着 XYZ 公司股价较小的变动可以对期权费有重大的影响。

我们研究一下下面的情况。首先，假设 XYZ 公司股价在未来两周从 35 美元跌到 29 美元，你的看跌期权就有了内在价值，成为了价内期权。所谓的价值就在于 29 美元股价和 35 美元协议价格的差价，即 6 美元。但是，你的期权费可能要比 6 美元高，原因在于期权也有时间价值，也就是说存在这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



样的可能：股价会进一步下跌，为期权带来更大的价值。

你当初买入此看跌期权时支付的期权费是 285 美元，这就是全部的时间价值（因为协议价格和股价相同），但是时间价值会逐渐下降，事实上，随着期权到期日的临近，该过程会加速。简单地说，股价没有获得足够的时间来波动。如果股价保持在 35 美元，并且距离到期日只有一周的时间，股票的差价将会很小。除非股价下跌 3 美元，否则你将损失掉 285 美元的投资。或者假设股价下跌了 1 美元，你获得的股票差价为 1 美元，交易将会蒙受较大的损失。

由于时间价值的问题，一些投资者会选择有着更长期限的期权，这种期权称为“长期普通股预期证券”（Longterm Equity Anticipation Securities，LEAPs），这种期权与以上所讲的期权一样，只是期限为 1～3 年。但是股票价值可能仍旧没有足够的时间下跌。另外，由于期限长于一般期权，长期普通股预期证券很可能比较昂贵，很难在交易中赚到钱。

除了引进长期普通股预期证券之外，期权市场也有着其他的变化。最初，投资者只能购买交易所交易的期权，这类期权有着标准化的合约规定。但是后来，期权交易所允许合同更加个性化，称为“结构化的期权”（structured options）。这通过使用“灵活期权”（Flexible Exchange Options，FLEX）便可实现。在一定的范围内，你可以改变交易价格和到期日。但是这类产品仍旧主要面向经验丰富的投资者。

尽管这些金融创新很有用，但是也增加了其复杂性和风险。我们从这些例子中可以看到，如果 XYZ 公司股价下跌 6 美元，那么就可以使你的期权价值翻一番。但同时，如果价格并未下跌，则意味着你将丢掉所有的投资。这正是杠杆的影响。

投资者需要谨慎对待期权的风险。新的投资者进行期权投资并且很快赔钱的案例屡见不鲜。所以，经纪人公司在决定期权投资是否适合某一投资者时，必须具有前瞻性。这些公司需要让客户填写表格，评估其风险容忍度；发放宣传册，解释期权交易。最后，即使经纪人批准设立交易账户，仍可能会有一些限制，例如允许使用的交易战略和投资限制。

尽管如此，做空者将看跌期权当做有效的交易方法：该方法不需要补仓，不要求借入股票，无须向股票的借出人支付股利。然而，也有看跌期权投资不能带来回报情况。首先，若一种标的证券没有看跌期权，当然就没有期权投资的获利。其次，即便有期权交易，交易额太少，购买期权的成本就会过于高昂。另外，也可能是由于标的证券波动性过高，投资者进行自我保

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



护，有时（尤其是在波动性较强的市场）期权费会非常高昂。

期权出售

一般来讲，看涨期权或者看跌期权的买家都是在针对标的证券进行投机。但从期权交易的另一方面看，期权的卖家采取的是更加保守的投资方式：卖家将从买家手里获得期权费，此费用有时相当可观。

或许最为保守的方法是“保护性买权”。有趣的是，这是一种真正的卖空交易。在此交易中，卖家拥有一些股票，并且认为这些股票的价格将会比较稳定或者下跌。但是投资者还不想卖出股票。举个例子，假设你拥有 XYZ 公司的 100 股股票，目前市值每股 35 美元而两年前的买入价是 15 美元。你决定以 XYZ 公司股票为标的，出售看涨期权，执行价格为每股 2 美元。你将获得 200 美元的期权费。假设 3 个月内股票下跌到了 34 每股美元。由于看涨期权的买家并未执行此合约，你将获得 200 美元的期权费。在此之后，你可能会决定针对 XYZ 公司股票出售新的看涨期权。记住：只要股价较为稳定，这种不断进行看涨期权的出售行为便是获得收入的好战略。如果股票有红利，那么你将获得额外的收益。

看涨期权卖方并不一定要等到履约日期才能完成交易。例如，假设你卖出以 XYZ 公司股票为标的的看涨期权，价格为 20 美分，因为股票价格在下跌。这时你可以买入看涨期权来填平你的期权头寸。你的确也可以决定出售新的看涨期权，以求获利。但是，出售看涨期权的一个问题在于你将会错失股市价格上涨的机会。我们不妨假设 XYZ 公司股票上升到了 40 美元一股。看涨期权买方很可能会行使其权利（越是接近期权的履约日，概率就会越高）。在这种情况下，你可以保留 200 美元的期权费。但是，你必须以 35 美元价格售出手中股票，并且错失了每股 5 美元的额外利润。

出售看涨期权的风险因素

尽管保护性买权的销售比较保守，但是其中也存在风险。或许最重要的一点是应当注意投资者仅仅因为某期权的高期权费而选择该投资的情形。因为股票波动性较大，所以期权费较高。换句话说，投资者可能在买入高风险

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



的股票。最终的结果可能是股价重挫或者是大涨。所以一般来讲买方期权的卖家都是更加稳定的大公司。

评估风险的方式之一，就是查看所谓的以希腊字母表示的系数指标。其中的一个关键系数是 β 值，反应的是单只股票的价格与市场总体价格之间的关系。如果 β 值超过 1，那么股票的波动性将会大于市场总体波动性这一标尺。在这种情况下，期权费会更高，风险也更高。另一个指数是 δ 值，该指数说明的是期权与其标的股票之间的价格走势关系。如果 δ 值为 1，那么走势相同。如果 δ 值上升，说明期权的波动性升高，风险也会更高。

为什么？原因可能在于投资者拥有内幕信息。比如，一些交易员可能知晓某公司将被收购，股价将会因此升高。毫无疑问，此时投资者做空股票非常不合时宜。如果观察到看涨期权交易活动突然活跃，尤其是执行价格很高的时候，投资者就要警惕了。

看涨期权的销售还有另外一个风险——投资者出售“无掩护卖权”（naked calls，无保护的看涨期权）所蕴涵的风险。此类期权和保护性买权类似，只是该类期权的卖方不拥有标的股票。但大多数情况下，这是一种空头头寸。

例如，假设 XYZ 公司股票在以每股 10 美元的价格出售，而你准备以 100 股的此股票为标的，销售看涨期权。协议价格是 12 美元，期权费是 2 美元。所以，你获得了 200 美元。如果股价维持在 12 美元或者下跌，该期权将丧失价值，你将赚到 200 美元的期权费。当然，也会出现相反的情形。事实上，如果股价上升，比如说达到了 15 美元或者更高，你将需要很大一笔资金来履行期权合约。就像卖空交易一样，你面对的是无限亏损的可能。毋庸赘言，出售无保护的看涨期权风险巨大，应当慎重交易。正因为如此，投资者会被要求开立保证金账户，原因在于如果交易不断地蒙受损失，经纪人公司将会要求投资者投入更多的资金。如果投资者未能投入资金弥补损失，经纪人将会填平此头寸。

卖空交易保护措施

空头头寸最大的风险之一就是股价的突然上升（之前的收购例子中有所提及）。但是价外看涨期权的使用可以起到保险的作用。

举个例子。几个月前，你做空了 100 股 XYZ 公司股票，价格是 30 美

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



元。目前交易价格是25美元。但是你认为价格还会进一步下降，同时还想要一些风险防护措施。在这种情况下，你要买入看涨期权，执行价格为27美元。由于其为价外期权，每股期权费是75美分。假设XYZ公司股票回到了30美元的价格。当然，你的做空交易将毫无获利可言。但是，你的看涨期权将会有3美元的内在价值，因而期权可以收获300美元。或者假设XYZ公司股票由于收购计划上升到了40美元，那么你的看涨期权将会获得可观的收益，并基本上消除了空头头寸“无限的风险”。

保护性卖权

为了保护股票利得，投资者可进行“保管箱抵押”（against the box）。简单地讲，就是以当前的价格做空股票。结果是无论市场价格如何变化，股票收益将会被锁定。你可以使用看跌期权完成此操作。交易的战略称为保护性卖权战略。假设你以每股20美元买入了XYZ公司股票，并且该股迅速升值到了30美元。你想要持有该股但是认为短期内市场可能会有波动性。因此你会购买看跌期权，执行价格为20美元，期权费是2美元一股。

一种情况是股价上升，或者保持原价。请记住，此时看跌期权只有时间价值。因此，如果股价维持在20美元或者上升，期权费将会下降并在到期日变为0。你将损失2美元的期权费，股票的收益不再是10美元，而是8美元。

我们来讨论另一种情况，即股价下跌。在此情况下，看跌期权将有内在价值。通常来讲，股价每下跌1美元，期权的价值将会上升1美元。如果期权下降达到2美元，你的期权将会抵消股票期权大部分的价值跌幅。但是你可能会决定在到期日之前购买期权，此时的期权费会很少。

然而，保护性交易战略可能会牵涉到缴税的问题。美国国内税务局可能会将此交易看做是股票的出售。如果这样的话，你在股票上的10美元资本利得将需要缴税。这种情况下，税务专家的帮助是必不可少的。

跨式交易

跨式交易（straddle）指的是以相同的价格同时买入和卖出相同数量的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



看跌或者看涨期权，其协议价格相同。也就是说利润是基于价格变动幅度的大小，而不论价格是涨还是跌。

其中的一种形式是“买入跨式套利”（long straddle）。尽管名字如此，但实际上它对于做空投资者来讲，是一种有趣的投资战略。假设你认为生物科技公司 XYZ 公司的新药将不能获批，这将会带来股价的重挫。然而，要是美国食品药品管理局果真通过了其新药呢？这种情况下，股价将会大涨。因此，如果跨式交易需要在股价大幅上升或者下跌的情况下获利，那么这意味着投资者要以相同的执行价格买入看跌期权和看涨期权。

例如，我们假设 XYZ 公司股票价值 40 美元每股。看跌期权的期权费是 3 美元，而看涨期权的期权费是 2 美元。为了盈亏平衡，必须获得 5 美元的内在价值。

可以看到，此交易战略成本较高。但是如果你判断股价可能会有大的变动时，那么采用跨式套利的战略将会非常有效。

熊市价差与逆向看跌价差

价差战略中，投资者会使用两份期权合约，这两份合约执行价格不同，或者到期日不同，或者二者都不同，目标是利用市场差价赚钱。但是此战略也可以通过市场行情的下跌（空头价差）来赚钱，该战略包含几种不同的形式。首先，你可以在价格接近股票市场价格的时候进行操作，卖出平价看涨期权并买入价外看涨期权。

为了理解起见，我们举个例子。XYZ 公司的股票目前价格是 50 美元每股，你判断其股价格会在未来的 3 个月下跌。你买入 52 美元执行价格的看涨期权，期权费是 1 美元每股。然后，卖出看涨期权，协议价格为 50 美元（期权费 2 美元），净期权费是 1 美元每股。结果是你拥有的信用利差是 1 美元（总额 100 美元）。假设你判断对了股票的走势，你将会在此交易中获得最大的收益。也就是说，股价若维持在 50 美元或者更低，两个看涨期权在到期日都会没有价值，你可以保留 200 美元的期权费。如果股价升到了 50 美元以上，你将会损失净贷方金额 100 美元。

另一种方法是“熊市价差看跌期权”。恰如上面例子所说，你关注的是处在目前市价或者接近市价的期权。这意味着买入平价看跌期权，然后卖出价外看跌期权。我们继续使用 XYZ 公司的例子。这种情况下，买入执行价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



格为 52 美元的看跌期权，期权费为 1 美元。然后，以 50 美元的执行价格卖出看跌期权，获得 2 美元的期权费。信用利差是 1 美元，也就是最大的利润。

做空投资者可能会尝试另一个有趣的价差战略：逆向看跌价差期权交易。当你判断股价会大幅下降时，使用此战略。通常来讲，此交易包括了卖出有着较高执行价格的看跌期权，买入大量的执行价格较低的看跌期权。目标是进行有着较低借方余额（净的现金支出）的交易。有些情况下获得正的贷方价差也是可能的。

由于价内看跌期权获利的可能性更高，所以应该重点关注这种期权。同时，出售看跌期权也应当为价格的下跌提供保护（前提是股价不上升）。

指数期权

指数期权如它的名字所示，是允许投资者以各种指数为标的，进行看跌和看涨期权的交易。其中道－琼斯工业指数是最受欢迎的指数之一。该指数是历史最为悠久的指数之一，跟踪记录美国 30 家顶级公司的股票，诸如 IBM、沃尔玛和强生。

道－琼斯工业指数是一种简单的平均指数，将股价加总然后除以 30，得出均值。然而，由于股票的分割与并购，除数需要不断地调整。目前道－琼斯工业指数的除数是 0.13532775。由于其计算方法，道－琼斯工业指数对于公司股价的变动极其敏感，尤其是那些价格较高的股票。所以几只股票的下跌会对该指数造成重大影响。

另外的指数有标准普尔 500 指数，该指数包括了纽约证券交易所和纳斯达克的 500 家世界顶级公司的股票。尽管标普 500 指数试图覆盖诸多的行业，但是事实情况并非如此。例如，在互联网迅速发展时期，科技股占据了该指数的很大比例；而金融股在 2002～2007 年占有重大比重。此外，标准普尔 500 指数是一种市场加权指数，这意味着股票的变动是以其市值为基础的，像微软这样的大公司比一家中等市值的公司更能影响该指数的变动。

指数期权的一大优势在于其波动性要小于以单只股票为标的物的期权。因为其指数构成具有分散性特征，波动性可以相互抵消。当然，有些特定时期，如金融恐慌时期，其波动性也会很大。毕竟，道－琼斯指数有过在 1987 年股灾中重挫 22% 的历史。而且，指数期权与股票期权也有几点不同

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



之处。例如，指数期权有现金结算制度：在到期日，期权的卖方不必交割指数中所涉及的所有股票，而是以现金的支付完成合约。另外，期权的金额规模不尽相同。通常来讲，期权的价值等于指数乘以 100 美元。需要指出的是，一些指数期权的乘数不一样。

另外一大区别是执行情况不同。很多指数期权允许投资者在到期日之前买入或卖出期权，但是有些指数期权只允许在特定时期进行买入或卖出交易。换句话说，投资者必须在购买期权之前进行调研。期权合约条款将对投资构成重大影响。

多数情况下，投资者可以将本章介绍的战略用于指数期权。例如，如果你判断市场价格下跌，可以针对标准普尔 500 指数出售看涨期权。但是除非你拥有了对应的 500 种股票，否则这很可能是无保护的看涨期权。实际情况是，拥有对应的 500 种股票是很难做到的。当然，一些复杂的对冲基金和定量基金可以做到这一点，但是个人投资者很难做到。然而，个人投资者可以针对标普 500 指数买入看跌期权，此操作要容易得多。需要说明的是，这些期权经过了严密有效的定价，通常在到期日的价值为 0。因此，尽管指数期权的风险要小一些，但投资者仍需谨慎对待。

纸上交易

尽管期权对于做空投资者而言是有效的投资战略，但是其操作难度较大。在本章中，我们可以看到期权可以用做高端投资战略。但是如果操作失当，风险将会是巨大的。正因为如此，接受相关培训显得非常必要。实际上，美国有很多期权学校和培训项目。如果你对期权投资很感兴趣，不妨考虑参加培训。

另外一种方法是使用“纸上交易”方式。你可以报名参加模拟期权交易的网络系统，多数情况下，这些系统都是基于真实的市场信息。纸上交易的方法对于学习期权交易的基本知识非常有效，并可以为你的成功打好基础。

最后，即便你已经很好地掌握了期权的交易知识，也应在交易时做到训练有素，富有计划性。这就要求你考虑到投资战略可能的结果以及对于赚钱或者赔钱时的股价做到心中有数。在此方面 Excel 电子表格软件将可以助你一臂之力。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



税务问题

股票期权交易牵涉到的税务问题还是相当复杂的，尤其是当投资者使用价差、跨式交易等交易战略的时候。因此，寻求理解规则的税务专家的帮助会非常有用。

但是有时需要记住通用的规则。首先，买入或者出售期权时，不会发生收益或者损失；期权合约的行使，才确认收益或损失的发生。期权交易适用较低的资本利得税率（持有期超过一年）或者普通税率（持有期不足一年）。然而，由于大多数的期权合约在一年内到期，投资者面对的很可能是短期收益或者损失。

另外一条重要的规则是“虚假出售”（the wash sale）规则。如果你买入一只股票并且在 30 天内买入股票期权，该操作产生的损失不能够被确认。税法打击短期交易，而短期交易正是用来产生损失，以逃避税款的工具。

很多投资者认为期权风险太大。尽管购买投机性股票为标的看跌期权和其他期权会有风险，但是期权交易确实可以起到低风险的作用。有保护的看涨期权出售就是低风险的很好例证。当然，你需要花些时间来很好地掌握这些投资战略。在下一章，我们会讨论另外一个有趣的话题，即做空大宗商品。过去 10 年，人们对此领域非常感兴趣，而且这种兴趣将会持续下去。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十三章　做空大宗商品

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

关键概念

- 理解大宗商品背后的推动因素
- 如何使用期货合约做空大宗商品
- 介绍主要的大宗商品，如石油和黄金

金融资产像股票和债券一样，属于无形资产。“实物资产”与无形资产相对应，包括了土地、商业资产、住宅和大宗商品。对冲基金公司和其他高端的投资者一直以来都很关注金融资产，因为该类资产流动性很好，是扩大资产组合的有效方式，但后来投资者发现实物资产也有很多获利机会。

关键原因在于实物资产与金融资产之间存在着“相关性”，也就是两个资产类别的相关关系。如果两种资产的相关关系是1∶1，那么该投资就没有带来任何投资多样化的效果。毕竟投资多样化追求的就是降低风险：一类资产价值下跌，另外一类资产价值应当上升。而且，实物资产跟金融资产的相关性很弱。事实上，随着期货的发展和交易所交易型基金（Exchanged-Traded Funds，ETFs）的出现，投资者对大宗商品进行做空操作已变得更加容易。

大宗商品介绍

大宗商品指的是糖、油、猪肉、铜和小麦等生活必需品，针对大宗商品的投资非常特殊。由于其具有生活必需品的性质，所以大宗商品价格几乎不会降到零，因为该类商品总会有一些价值。但是，由于恶劣天气甚至战争等原因，大宗商品价格会呈现波动态势。大宗商品的另外一个特殊之处在于：属于同一个子类别的商品其价值相同。因此，如果你拥有小麦，你就不会在意小麦的品种。也就是说，大宗商品的不同品种之间是可互换的（除了有干预的情形）。基于此特点，投资者只是关心其供给和需求，并不在意其种类。但是，我们仍可以将大宗商品分为一定的类别。

■ **金属**：该类别含有两个子类别，贵金属和工业基础金属。前者包括黄金、白金和银，后者包括铝、铜、铅、镍、钯、锡和锌。

■ **能源**：主要是化石燃料，包括煤、原油、燃用油和天然气。

■ **牲畜**：包括肉牛、瘦肉猪、活牛和猪肚。这些商品对于以中国和印

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



度为代表的新兴经济体的经济发展越发重要（其居民蛋白质摄入量趋于增加），所以该类商品的重要性与日俱增。

■ **农业大宗商品：**包括玉米、大豆和小麦等粮食和油料作物。还包括可可粉、咖啡、棉花、橘汁和糖类。

■ **非传统类大宗商品：**包括乙醇、碳排放额度和利率等。

如果你对大宗商品进行调研，就会发现有很多有用的信息资源。有些网站很有用，如“美国地质调查”网站、“美国金属统计局”网站和“美国金属市场”网站。你也可以在网站上获得大宗商品交易所的有效信息，如纽约商品交易所、芝加哥商业交易所和芝加哥商品交易所。

对于卖空投资者来说，他们关注的是主要的大宗商品，排在前列的是石油、天然气、黄金、铝和铜。

石油

一些做空者从石油的做空交易中获利颇丰。以海湾战争为例：当时战争形势非常明朗，美国将要对伊拉克进行打击，但是这对于油价的影响却不能确定。随着战争的临近，油价却稳步上涨。因此有几家对冲基金买入了石油期货以从中获利。而他们判断战争会速战速决，油价会下跌。为了达到获利目的，他们开始做空石油期货。事实证明，此战略带来了丰厚的利润。同时应当指出，该投资战略也可能招致争议。有人认为从战争中获益是不合适的。而在投资历史中，从战争中获益的例子不胜枚举。比如，纳坦·迈尔·罗斯柴尔德提前获知了拿破仑兵败滑铁卢的消息，并从相关交易中大赚一笔。

石油在未来还将会为做空投资者提供良好的投资机会，至少从短期趋势来看是这样的。但投资者仍需谨慎。我们有理由相信油价在未来的几十年会呈现上升态势。现实情况是，人们越来越难以找到新的油田了，尤其是能够满足全球 87 桶[①]的日均需求量（2010 年）的大油田。美国的石油产量在 20

---

① 译者注：原文如此。据路透伦敦 1 月 15 日电——国际能源署（IEA）周五表示，今年全球石油需求量将创下 2007 年以来的最高水准，亚洲新兴国家的快速经济增长将引领能源需求的增长。IEA 将今年全球原油日需求量增幅预估下调 20000 桶，其预计今年全球石油日需求量将增加 140 万桶，全部需求将达到每天 8630 万桶，仍低于 2007 年日均的 8650 万桶，但较上次日均预估提高了 10000 桶，过去两年石油需求一直在降温。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



世纪 70 年代已经达到了峰值。另外，世界上的重要油田，如阿拉斯加和北海油田，其产量都已达到峰值。

石油领域的万能牌是沙特阿拉伯，但是问题在于沙特阿拉伯政府对于其石油储量始终采取着保密的态度。然而，有分析认为沙特阿拉伯的油田产量已经或者接近产油峰值。这很可能意味着石油供给会受限，未来油价会强势上涨。因此，对于做空投资者而言，石油或许不是理想的产品。但是石油对他们而言是重要的指标。若油价达到高位，全球经济将会放缓。此外，石油几乎可以被用来制造你所能看到的任何物品。例如，2008 年高昂的油价就是全球经济陷入衰退的一个重要原因。

天然气

天然气对于美国发电业等行业起着重要的作用。而天然气在其他领域（如汽车燃料）也有着重要作用。除此之外，天然气的例子向我们说明了新兴科技可以大大地提高供给水平：由于钻探技术的创新，原本开采成本过高的储藏区域现在也可以进行天然气开采。受益于新的开采技术，2007～2009 年的天然气供给大量增加，相应地，天然气价格出现了大幅下跌。

值得一提的是，很多顶级的投资者因此蒙受了巨大损失。一个很好的例子就是曾经拥有 100 亿美元资产的“不落之花”顾问有限责任公司（Amaranth Advisors）。该公司起家于可转换债券套利，后来成为能源期货（主要是天然气）的重要市场主体。“不落之花”顾问有限责任公司的问题在于它几乎没有内部风险控制措施，从而允许其一位年轻的交易员进行数额巨大的投资，针对市场走势进行赌博。结果是，一周之内，该基金损失了 50 亿美元，最终该公司被迫倒闭。

黄金

作为一种大宗商品，黄金并不是生活的必需品，其主要被用于奢侈品领域，而这方面所占的市场份额却是很狭窄的。但是这对于很多投资者而言并不重要。几个世纪以来，黄金一直是支撑货币体系的关键。在金本位时期，可以用纸币交换贵金属。但是美国在 20 世纪 30 年代废除了金本位制。事实

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



上，绝大多数发达国家都曾废除过金本位制。此举带来的问题是，在经济不景气时期，人们会竞相将纸币兑换为黄金，从而威胁到美国的黄金供给。

第二次世界大战之后，全球经济需要建立稳固的外汇体系。于是，美国使用美元构建了国际货币体系，但是实际上美元背后有黄金的支持。当时，黄金与美元的兑换价格是每盎司黄金 35 美元。该货币体系维系到了 20 世纪 70 年代初期，当时通胀出现，人们对美元失去信心。时任美国总统尼克松决定允许货币自由交易，同时美国人可以买卖黄金（大萧条时期黄金买卖曾被法律禁止）。由于通胀率继续上涨，金价随之上涨。20 世纪 70 年代末期，金价冲高到了每盎司 850 美元。但是之后金价进入了长时间的熊市阶段，在 1999 年跌至每盎司 250 美元的谷底。之后金价又进入牛市阶段。2010 年，价格达到每盎司 1400 美元，实际上黄金是过去 10 年的顶级投资品。

投资者似乎将黄金看做纸币的替代品，尤其是美元的替代品。很多人担心美元将会因为美国政府的巨额赤字而经历长期的贬值。也就是说，投资者认为，美国政府基本会通过印发纸币的形式来偿还赤字，而这很可能造成通货膨胀。

铝和铜

铝是当今世界使用率第二高的金属，而铜位列第三。最常用的金属是钢铁。过去 25 年，铜的产量从 800 万吨增长到了 1500 万吨以上，而铝的产量从 1500 万吨增长到了 3200 万吨。

铝和铜是工业增长的基础，也是诸多科技产品的原料。铜大多产自智利和美国，而主要的产铝国是中国、俄罗斯和加拿大。新兴经济体的成长很可能会继续拉高对铝和铜的需求量。但是这些商品对于经济状况高度敏感。例如，该类商品的价格在 2008 ~ 2009 年的经济衰退中大幅下降。同时，相关公司股价遭遇重挫，例如美国铝业公司。

商品指数

除了做空单种的大宗商品之外，投资者也可以针对一篮子商品进行操

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



作。这可以通过做空大宗商品指数来实现。

最常见的大宗商品指数有道－琼斯 AIG 商品指数、德意志银行流通商品指数、高盛商品指数、路透/Jefferies 商品研究局指数和罗杰斯国际商品指数。也有一些别的交易所交易型基金，供做空投资者选择。投资者也可做空以商品指数为标的的期货。

所有的商品指数都有着共同的特征。商品指数只能跟踪那些在交易所交易的商品，否则将很难得到准确的价格信息。另外，商品指数只适用于可以交割的商品，这样就排除了金融工具。

商品指数之间当然也有不同之处。以德意志银行流通商品指数为例，因为全球交易的一大部分涉及该行业，所以该指数中能源燃料占到了 55% 的权重，而且德意志银行流通商品指数力图避免“再平衡”。所谓的再平衡就是出售在指数中占据越来越大比例的商品。尽管“再平衡”有助于提高多样化程度，但是其成本高昂，会带来总体收益的损失。而一些指数，如道－琼斯 AIG 商品指数，每个月都会进行严格的再平衡。

大宗商品交易

有几种做空大宗商品的方式。首先，投资者可以关注“商品的生产商”。这些公司对大宗商品进行探测和开采。例如，如果投资者预期黄金价格下跌，便可以做空一系列的黄金行业的公司。

尽管这种方式简单直接，但是也有弊端，因为生产厂商可能已经对其头寸状况进行了套期保值。也就是说，厂商购买了做空其出产产品的期货或者期权合约，而这主要是为该类产品市场行情可能的下跌提供保护措施。这种情况下，商品价格下跌或许就不会造成营业收入和利润的显著下滑。另外，管理层也会采取措施应对不利状况，如股票回购甚至是出售公司。

另外一种做空的方法是做空一国的股市，该国家特点是它对于某种商品比较依赖。俄罗斯就是个例子，其国民经济严重依赖石油收入。若油价下跌，俄罗斯国民经济会遭到重创。但是，也会存在反向因素。俄罗斯经济可能在其他领域获得增长动力，或者该国甚至可以尝试对其头寸进行套期保值。因此，投资者做空商品时，应当经常使用不同的方法，这些方法包括期货和交易所交易型基金。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



期货

期货市场的起源可追溯到18世纪50年代中期，当时美国正在努力建设一个统一性的全国政权。那时农民将其作物运送到配送地点并建立合同的整个流程效率很低，而且存在的问题很多，诸如恶劣天气和贮藏空间不足，并且商品变质是常有的事情。为了改善这一情况，一群商人于1848年聚集在了一起，创建了芝加哥交易委员会，这是第一个商品交易所。

最初，芝加哥交易委员会使用的是“远期合约”，该合约允许农民在未来某个日期出售作物。尽管远期合约起到了很大的作用，但是仍然存在问题。因为每个合约都必须经过协商，所以金钱和时间成本都很高。因此到了1865年，芝加哥交易委员会引进了“期货合约”，从而出现了标准的合同条款。事实上，当年的合约条款和现在的条款是一样的。一般来说，期货合约需要有以下条款：

■ **商品描述**：商品的名称，例如玉米小麦等。

■ **数量**：指的是交易量，取决于商品。例如，一份玉米合约的交易数量是5000蒲式耳，一份油的合约交易量为10000桶。

■ **交割日期**：该日期为合约的买方收到合同规定数量货物的日期。同样，日期也由商品决定，但是通常是以季度为基础的。

事实上，期货合约与期权合约类似，都存在买方和卖方，而且交易的价格和数量是确定的。主要区别在于，期货合约的双方在到期日必须履行合约义务。如果合约中的货物是有形的实物，双方要进行实物的结算。比如你购买的是猪肚的期货合约，那么在合约到期日，你必须对猪肚进行实物交割。如果合约针对的是无形资产，例如股指或者利率，那么就需要进行现金结算。然而，在大多数情况下，交易员会买入相反的期货合约，从而避免交割。

期货合约可以在各种交易所进行交易，包括芝加哥商业交易所和美国洲际交易所。也有诸多的外国交易所，例如迪拜商业交易所、韩国交易所、新加坡交易所和东京商品交易所等。这些期货交易所的一项重要服务就是“结算所”。基本来讲，交易所将站在每笔交易的另一方。举例来说：如果合同一方未能交割货物或者进行必要的现金结算，那么交易所将确保违约状况不会发生。毫无疑问，这样会为交易注入信心，因为消除了来自交易对手

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



带来的风险。

期货合约的有趣之处在于，只要有人处于多头头寸，就会有人处于空头头寸。换句话说，合约的双方是对商品的价格在将来是否会按照现有趋势的反方向运动而进行下注。毋庸赘言，期货市场永远不会禁止做空交易。

期货交易

进行期货交易之前，投资者需要在经纪公司开立账户，并且该经纪公司必须是美国商品期货交易委员会的注册成员，因为该委员会是管理期货市场的联邦机构。另外，投资者还需建立保证金账户，该账户与卖空股票的保证金账户不同，期货保证金账户将会每天跟踪客户每张期货合约的状态。如果保证金比例低于最低标准，经纪人会要求投入更多的现金，否则客户将会被立即平仓。

卖空保证金账户和期货保证金账户还有一大不同。对于股票的账户而言，投资者账户中需要有不低于50%的头寸资金。但是对于期货合约而言，现金要求会低一些，只要求期货合约价值的5%～10%。

另外，期货市场有些独特的限制。其中重要的一条是“市场限制”。例如，每张玉米合约价格只允许每天20%的上下波动，旨在维护市场秩序。但是该措施也会带来问题。假设玉米交易价格为每张合约2美元，然后下跌到了1.6美元，那么未来两天将不会存在新的交易。因此，市场限制对于期货交易员来说构成了很大的麻烦。

投资者在使用期货保证金时还应当记住另一点：鉴于价格的波动性和保证金规则，投资者账户可能会被迅速平仓。因此，投资者需要了解其杠杆使用量和投资组合中所蕴涵的风险。

分析

投资者做空大宗商品有几种操作途径。其中之一就是使用技术分析的方式，此方式主要是短期操作。投资者应当关注走势图中容易出现熊市特征的部分，这些部分包括图的双重顶和头肩部。

另外一个寻求做空机会的方式是进行供求趋势分析。很显然，做空投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

者期望看到的情形是供过于求，大宗商品价格下降。但是投资者需要进行大量研究才会发现这样的机会，例如使用商品交易组织的资源进行研究。美国商品调查局年鉴也是很有用的资源，很多投资者将其视为大宗商品交易的圣经。

卖空投资者进行调研时，需要关注几大关键因素。第一个因素是“供给”，简单地讲，投资者需要掌握某类商品的全球市场供给量。第二个因素是“增长趋势”：新的矿藏是否具备生产能力？何时开始生产？可提供多少产量？第三大因素就是“需求”：当前全球市场的消费水平如何？世界经济表现如何？如果经济处于下行趋势，那么投资者需要意识到商品的需求也会相应地降低。

还有一大关键因素是所谓的“逆向趋势”。比如，以此类大宗商品为原料的行业是不是不够景气？或者说该商品遭遇了技术冲击？例如，如果电信运营商的业务重点从固定电话转到移动电话，那么其对铜的需求就降低了。大宗商品定价的最后一个关键因素是“置存资产费用”。该费用包括储存费、保险费、损坏费用以及其他费用。由于大宗商品的数量巨大，这些费用绝非小数目。因此交割日期较远的期货合约价格会相对较高，这就是所谓的“期货溢价”。

卖空者需要掌握供求态势，但是这绝非易事。20 世纪 70 年代末，尽管全球经济衰退，市场存在过度供给，但油价依然上涨。背后原因何在？首先，市场上存在投机性泡沫；其次，当时地缘政治局势存在着不确定性。伊朗和伊拉克之间后来爆发了战争，而对原油市场造成了一定的打击。

交易商持仓报告指数

一些投资者会参考实际的期货交易总体趋势，以便洞察市场走势。例如，投资者通常关注商业交易者的活动，这是因为交易者们一方面是大宗商品的生产商，另一方面他们也购买期货进行套期保值。当然，这些机构都拥有顶级的分析师和资源来判断市场走向。

大多数情况下，大宗商品生产商的头寸状态相当稳定。然而，如果市场行情有所变动，卖空投资者就需要注意了。交易员史蒂芬·布里斯（Stephen Briese）在 20 世纪 90 年代创立了交易商持仓报告指数（COT index），用该指数来监测市场动向。交易商持仓报告指数比较商业交易员的净空头头

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



寸和多头头寸，其指数越接近于0，期货市场就越表现出熊市特征。该指数于2007年10月值为0，当时经济衰退刚刚袭来，并造成了大宗商品价格的大跌。

20 年的周期

过去的100年间，大宗商品市场表现出了持续的周期性特征。主要的牛市阶段往往持续18～20年，如1906～1923年的牛市，1933～1953年的牛市和1968～1982年的牛市阶段。最近的一次牛市在20世纪90年代末期开始，持续到2010年。处于牛市阶段的商品市场价格会飙升到高位。1966～1974年，糖的价格从1.4美分上升到了66美分。当然，熊市则极具破坏力，持续时间可达数十年。熊市期间，石油价格从1980年的40美元每桶跌至1985年的10美元一桶。

尽管有人认为大宗商品价格呈现周期性变化具有偶然性，但是引发其周期性变化的客观原因的确存在。首先，大宗商品是社会的必需品，我们的日常生活需要原油、粮食、牲畜等商品。由于中国、印度等新兴经济体的发展，这类商品的产量在未来几十年内很可能会有更加强劲的增长。甚至有迹象表明，非洲也将会加速发展。但是，寻找、开采和运输大宗商品的资金成本和时间成本都相对高昂。以石油为例，寻找新的石油资源越发困难，石油生产商必须在世界偏远地区（如尼日利亚）采用深水钻井的开采技术才能进行石油资源开发。寻找到产量充足的油井可能会花费几十亿美元，并且耗时10年之久。因此大宗商品行业往往呈现投资不足和投资过剩的周期。价格位于高位时，生产商积极扩大产量；产量扩大之后，又会带来价格的下跌。由于消化市场上的过度供给需要10年之久，价格会在很长时间内低位运行。

具有讽刺意味的是，大宗商品市场的牛市熊市阶段与股票市场相反。其中的原因在于：大宗商品价格较低时，上市公司此时的成本较低，利润会升高，进而推高股价。那么经济衰退会严重影响大宗商品价格吗？不一定，因为大宗商品价格对于经济滑坡有一定的"免疫力"。例如，大宗商品最强的牛市之一正是出现在20世纪30年代的大萧条时期。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



专业投资者

由于需要记录每天的商品交易动向，和期货交易的复杂性，因此，很多投资者选择雇用专业的资产经理。投资者可以选择共同基金这种投资方式，因为共同基金最低投资限制较低，并且易于设立。但不论是投资哪种共同基金，投资者都要注意其费用（大宗商品基金的费用可能会相对较高）以及业绩记录。最后需要指出，市场上的大宗商品共同基金并不多，而且有些基金可能并不从事做空市场的业务；即便有的基金有做空业务，其表现也是良莠不齐。个别基金的确在 2008 年表现出色，取得了 14.1% 的高收益率。但是，总体而言，大宗商品共同基金出现时间较晚，所以投资者需要一段时间来判断该投资选择是否值得信赖。

做空大宗商品市场的另一方法是使用“管理型期货基金”，该基金将投资者的投资基金组合在一起，每个投资者会建立典型的期货账户，但是会有一位或者多位专业经理对该账户进行管理，这些经理有自由决策权，称为“商品交易顾问”（英文缩写 CTA）。商品交易顾问需要在商品期货交易委员会进行注册，且必须通过一门考试和背景审核。

当然，对经理进行全方位的调查很重要。经理有没有过违规记录？在行情好和行情不好的时候，其交易业绩分别如何？他们采取什么方法做空大宗商品？尽管商品交易顾问不会提供其交易战略的详细信息（经理通常认为交易战略是他们专有的），但是他们应当提供其投资原则的大概思路。经理们也应该透露其投资的专业领域，如原油、金属等交易领域。投资者需要定期检查管理型期货基金的交易活动：收益有没有下滑？同相关指数比起来，表现如何？

管理型期货基金费率结构与对冲基金的费率结构类似：该类基金一般会收取占管理资产 2% 的固定管理费和 20% 的利润收益。另外，最低投资门槛较高，有些基金要求最低为 100 万美元甚至更多。但是，随着时间的推移，华尔街已经开发出了更多的门槛较低的投资产品，而这些产品的最低投资限制对于普通投资者来讲是能够承受的。

对于大宗商品进行投资是专业化的领域，投资者不仅需要掌握特定商品的价格规律，还需要掌握期货交易的要领。现在出现了很多服务于个人投资者的网上期货交易公司，如福汇公司（FXCM. COM）。对于个体投资者而

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



言，这是个好消息。

下一章，我们将探讨如何使用基金做空市场。对于很多投资者而言，这是最为常见的做空方式。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十四章　用共同基金、对冲基金、交易所交易型基金和逆交易所交易型基金做空

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

关键概念

- 使用基金进行卖空交易
- 共同基金、交易所交易型基金和对冲基金的优缺点分析

卖空交易的传统操作方式是借入股票，并在公开市场售出，并且在未来以更低的价格对股票进行回购。根据第十章的介绍，此方法存在风险和成本，例如保证金利息、逼空和补仓。但是卖空投资者还有其他的选择，如期货和期权。然而这些方法仍有缺陷：由于较高的杠杆率，期权或者期货的价值很能归零。

考虑到这些因素，众多投资者更加倾向于雇用专业的资产经理并且投资相对简单的产品。最为常见的产品有共同基金、对冲基金和交易所交易型基金。

共同基金

共同基金是一系列投资者资产的汇集，并且专注于特定的投资战略，例如投资蓝筹股、成长型公司，甚至是卖空产品。从 20 世纪 80 年代早期开始，共同基金已经成为一种极为重要的投资方式，对于美国 401K 计划的资产组合来讲尤为如此。由于费率原因和 2000～2010 年较为不利的市场环境，共同基金发展速度有所减缓。事实上，现在一种叫做交易所交易型基金（Exchange-Traded Fund，ETF）的新型基金越来越受到个人投资者的欢迎。而共同基金对于投资者而言，依然是经营投资组合的一种高性价比的投资方式。在讨论共同基金的优缺点之前，我们不妨先理解其运作方式。

像费德里提（Fidelity）和斯科旺布（Schwab）这样的投资公司通常会出资支持建立共同基金。本质上来讲，基金是一家单独的公司，拥有董事会和资产经理。基金的核心要素是其“资产净值”，等于公司资产的总价值减去负债和费用而得到的差额。资产净值通常要分摊到每一份额，所以再用得出的差额除以流通基金份额数量来得到资产净值。监管机构要求共同基金应在每个交易日结束时报告其资产净值。当然，每只基金的目标都是持续增加其资产净值，否则，会造成部分投资者的不满，而这些投资者可能会赎回手中所持基金份额。共同基金主要分为两类，即开放式共同基金和封闭式共同

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



基金。

开放式共同基金

开放式共同基金是目前最为常见的共同基金。该基金在市面上的份额会随着投资者的需求而变化，当投资者对该基金的需求上升时，基金就会发行新的份额；而当投资者对该基金的需求降低时，基金就会减少其在市面上的份额。这就使基金份额的价值总是等于其资产净值。开放式共同基金面临的一大问题是突然性的份额赎回。这种情况下，基金手头上可能没有足够的现金满足投资者的要求，需要被迫变卖资产组合中的证券来满足投资者要求。由于这种情况一般出现在市场不景气之时，所以基金公司通常会遭受重大损失。卖空投资者可将份额回购视为某个行业或者投资类别表现疲软的迹象，因此可以利用这些机会做空该市场。

封闭式共同基金

另一种基金称为封闭式共同基金：该基金是由投资公司创立的一只基金，并且该基金会公开销售其份额。你会看到封闭式基金可在美国股票交易所进行交易，投资者可在二级市场购买和出售其股份，并需要支付佣金。

与开放式共同基金不一样，封闭式共同基金的份额固定，投资经理用来投资的资本额是固定的，这带来的通常结果是其股份交易价格低于资产净值。为什么呢？首先，因为封闭式共同基金的资产基础较小，并且管理费用高昂，而这些费用占到资产总额的一定比例。其次，该类基金交易量相对较小，容易造成其估价较低。有些封闭式基金却颇受欢迎，沃伦·巴菲特的伯克希尔·哈撒韦公司就是典型代表。由于巴菲特传奇般的投资智慧，其公司股价高于其资产净值。

另外一种常见的封闭式共同基金是“房地产投资信托基金”。该基金的投资领域为房地产类的资产，比如商业地产、公寓、家庭住宅甚至是抵押贷款。但卖空投资者倾向于不使用房地产投资信托基金，关键原因是该基金通常支付相对较高的红利，而房地产业基本上是由收入水平来驱动的产业，较高的红利给卖空者带来了较高的成本（因为他们需要向股份出借人支付红利）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



尽管该基金存在缺点，做空投资者仍可选择房地产投资信托基金。以下情形就可以选择房地产投资信托基金：当基金不得不减少甚至是取消红利的情况时。事实上，在 2008 年金融危机时，很多抵押贷款房地产投资信托基金就出现了这种情况。为了辨别出可能出现的红利问题，做空投资者可以参考几个因素。其中之一就是看房地产投资信托基金是否有较重的债务负担，如果负担较重，分红就会更加困难。另外，做空投资者还需参考房地产的选址情况。如果地点欠佳，那么就有可能对基金的收入带来不利影响。

使用共同基金进行做空的优缺点

优点

共同基金功能很多，近年来也取得了诸多创新。市场上有成千上万种的共同基金，服务于各种投资战略和资产组合。共同基金有着诸多优点。例如，最低投资门槛相对较低①，很多共同基金的最低投资只要 100 美元（典型的金额一般是 1000 美元）。另外，许多共同基金设有自动投资项目，这是建立头寸相当有效的一种方式：根据自动投资项目的安排，投资者只需要每个月或者每一季度向基金投入固定数额的资金即可。

共同基金另外一大优势是拥有专业的管理团队。共同基金有全职的专家，分析投资机会，建立资产组合来完成基金的目标。共同基金也会为投资者提供一定程度的风险防护措施。考虑到近来爆出的金融丑闻（例如麦道夫和罗伯特·艾伦的丑闻），风险防护措施会起到稳定投资者情绪的作用。美国证券交易委员会规定，基金的财产要与基金公司的财产分开，因此资产经理很难携款潜逃。此外，美国证券交易委员会对于共同基金行业制定了一系列的规定，所以投资者可以得到很多披露的信息。其中一个重要的文件是所谓的“基金创立计划书”，该计划书涵盖了基金战略、管理层介绍、费率结构、持有资产和历史收益等信息。尽管最近的改革使投资者看懂披露文件越来越容易，但这些文件仍旧颇为复杂。所以投资者可以依靠获取第三方资

① 有些情况下共同基金会设置较高的最低投资标准，比如说 10000 美元甚至是 25000 美元。但是这种情况很少见，针对的是能够忍受波动性的高级投资者。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



料（例如晨星公司）来完善对披露文件的理解。另外，访问共同基金网站也是一个不错的选择，因为网站可以提供许多有用的信息。

缺点

同任何一种投资一样，共同基金也有其缺点。或许其最大的缺陷就是业绩欠佳。很多共同基金的表现不如市场标杆。费率结构是其中一大原因。但一直以来，资产经理很难保持持续的盈利，尤其是在进行卖空交易的时候。原因在于共同基金行业很难吸引到顶级的从业人员，他们会选择去对冲基金工作，因为对冲基金的费率更有利可图，投资战略更加灵活多样。但是有些以做空为目标的共同基金的确也有着出色的经理和优异的业绩，然而投资者仍需花些时间对其业绩表现进行调研。

以做空为导向的共同基金通常很难取得持续的收益。其原因在于，1998年之前，监管部门对于共同基金的监管较为严格，使共同基金经营的自由度受到了很大的限制，但是最近情况出现了好转。另外，以做空为导向的共同基金很难得到投资者的关注。基于上述原因，诸多该类型的共同基金最终倒闭。所以，投资者有必要对一只基金的总体表现进行研究：该基金在熊市表现如何？在熊市期间有没有较高的收益率？该基金在牛市中能否将损失降低到最低？

评估共同基金的市场表现

评估共同基金表现的一种方法是查看其 R 平方值，该值可以从第三方（例如晨星公司）获得。R 平方值衡量共同基金相对于基准指数的波动程度。如果 R 平方值为 1，那么该基金与评价基准就是完全相关的。若 R 平方值为 0，那么该基金与评价基准完全不相关。多数情况下，投资者寻求不相关的投资，将其并入资产组合之中，这将降低总体的风险水平，提高资产的分散化程度。以做空为导向的共同基金如果拥有有效的内部管理，那么其 R 平方值就会相对较低。

投资者也应关注共同基金的费用状况。运营基金需要一定的成本，包括办公室租金、软件费用、佣金以及支付给顶级资产经理的工资费用。而“费用率”等于这些成本所占基金资产净值的比例。只做多头交易基金的基

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



金费用率可能会在1%～1.5%之间；而以做空为导向的共同基金的费用率有可能超过2%。虽然此费用率看似不高，但是久而久之会造成收益率的损失。

基金为什么要收取较高的费用？首先，以做空为导向的共同基金资产规模相对较小，没有足够的空间分摊成本。其次，该类型基金由于其空头头寸状况比较特殊，所以其资产的借入成本可能较高。

共同基金另外一大特征是较高的换手率。所谓的“换手率”，也就是一年内售出的资产份额。比如说，平均来讲100%的换手率意味着基金资产被完全售出。在卖空的情况下，转手率比较高，有时甚至会超过200%。而较高的换手率意味着较高的佣金费用，因此推高了基金的费用率。

基金还要承担另外一种费用，即税款。以做空为导向的共同基金由于获得了大量的短期资本利得，相对于只做多头交易的基金而言，其税负要更重一些。因此，如果该类基金拥有“税务庇护”权利的话，情况可能会更好一些，就像美国的个人退休金账户一样。

基金还有另外一项费用——佣金，也就是买入或者卖出基金所支付的费用。尽管很多基金属于无佣金基金，但是以做空为导向的共同基金并不一定属于这一类别。此外，投资者应该注意，共同基金列出的佣金费率要低于实际的费用。例如，你想购买XYZ卖空基金，该基金的资产净值为10美元，佣金费率为5%。实际的佣金水平计算方法如下。

首先需要计算基金的卖出价：

$$\text{卖出价}=\text{资产净值}/(1-\text{佣金费率})$$
$$=\$10/(1.0-0.05)$$
$$=\$10.53$$

下一步，计算实际的基金佣金费率：

$$\text{实际佣金率}=\text{佣金费用}/\text{资产净值}$$
$$=0.53/\$10$$
$$=5.3\%$$

投资者考虑购买以做空为导向的共同基金时，还要考虑其他种类的佣金费用。一些基金甚至对红利的再投资都要收取佣金，投资者需要努力规避这种费用。还有一种所谓的“赎回费用”，即投资者赎回基金份额时需要缴纳的费用。赎回费用率通常低于前期收费基金的费用率。而实际的费用率也可能较高，因为投资者赎回份额时，其价值很可能已经上涨，佣金总额可能也因此上涨。另外一种基金的费用称为12（b）-1费用，这是一种分销费。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



总之，无论费用名称如何，本质上来讲，都是佣金。共同基金可按年度收取12（b）-1费用，最高费用率为1%。

一些共同基金一般会给予那些投资额较大的投资者费率折扣。通常来说，投资额达到10万~20万美元的投资者会得到费率折扣，甚至在某些情况下还会为投资者减免该项费用。那么既然有了佣金费用，投资者为什么还要向基金经理支付工资呢？原因在于，投资者认为其资产经理是顶级人才，愿意支付一定的溢价；其次，投资者的资金顾问获得的工资也与其所选择的投资种类相关。

以做空为导向的基金种类

尽管该类型的基金数量较少，但是我们仍然可以找到这一类的基金。较为常见的一种基金是“市场中性基金”（market-neutral fund），该基金的资产经理会将相同数额的资金分别投向空头和多头头寸，以排除市场波动给投资组合带来的影响。这一战略在市场行情下行时，表现不错；但是在牛市中表现一般。与市场中性基金相似的另外一种基金是“多/空股票导向型基金”（long-short funds），该类基金的经理投资时会偏向于空头或者多头头寸。也就是说，基金经理要选择最佳的市场投资时机来获利，而选对时机绝非易事（至少从长期来看如此）。另一种以做空为导向的基金是“熊市基金”，该基金重点关注空头头寸，市场上的熊市基金屈指可数。

共同基金行业在以做空为导向的基金上也进行了一些创新，其中最有名的或许就是所谓的“130/30基金”，该基金130%的资产处于多头头寸状态，而30%的资产是空头头寸。第一批此类基金于2004年面世，130/30基金是一种比较新型的基金。而投资者为何选择该类基金呢？一大原因在于1940年美国颁布的《投资公司法案》对于共同基金的资产作出的规定。而且130/30基金是投资多样化的极好选择。

由于130/30基金需要借入资金，该类基金依旧存在风险。与使用不同金融杠杆的共同基金相比，如果基金经理决策得当，130/30基金可以扩大收益；如果经理决策失误，基金也会给投资者带来重大损失。130/30基金一大问题是在税收上不划算，因为大额的交易活动可能给投资者带来较多的短期资本利得。因此，为了节省税务成本，最好使用像个人退休金账户这样有着税收优惠的账户进行130/30基金的投资。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



对冲基金

对冲基金的起源可追溯到20世纪50年代。有趣的是，最初提出对冲基金概念的是一位社会学家——阿尔弗雷德·温斯洛·琼斯（Alfred Winslow Jones）。琼斯认为股票选择战略和共同基金不能带来高额的投资回报，因此他想创造出一种资产组合，该组合不仅可以买进股票，并且可以对其做空，这样就可以降低总体的风险。事后证明琼斯的确找到了对资产组合进行保值的方法。

为了达到这一目的，他以私人合伙人的身份组织投资，并设计了一个可以催生高额回报的激励机制：基金经理会得到基金总额的1%～2%，并且获得利润的20%，称为附带权益。琼斯在对冲基金领域的确有着前瞻性的智慧：1949～1966年，其对冲基金年收益率高达27%，而此阶段道－琼斯指数股票的平均年收益率才为11%。毫无疑问，对冲基金引起了投资界的兴趣。到了20世纪70年代，现代对冲基金业正式出现在人们的视野当中。

对冲基金的优点

同其他的投资安排一样，对冲基金也有其优缺点。最为明显的优点之一是，该行业依靠较高的薪金吸引了一批世界上顶级的基金管理者。在过去10余年的时间内，一些像史蒂文·科恩和吉姆·西蒙斯这样的对冲基金经理管理的基金收益率都超过了30%。对冲基金的经营极富灵活性，基金经理可以做空证券，甚至可以使用期权和期货这类高级的衍生工具。

对冲基金另外一大优势在于其费用保护机制。其中一种机制称为“基金高水位线条款”，该机制的目的在于：如果资产价值下降，那么基金就不会再有附带权益。举个例子，假设某基金价值为1亿美元，而几个月之后，其价值降低到了8000万美元。那么，在该基金价值恢复到1亿美元之前，该基金不会发放附带权益。这个例子中的1亿美元就是所谓的“基金高水位”。然而，“基金高水位线条款”也存在问题：如果基金价值下跌，由于超过基金的高水位可能需要很长时间，基金经理可以选择不再经营该基金。

对冲基金另一种保护机制是所谓的“预设回报率”。要想取得基金业绩

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



报酬，那么对冲基金收益率需要超过规定标准一定的额度。例如，有些基金规定其收益率需要超过当月标普500指数股票收益率0.5个或者1个百分点，但是设有预设回报率的基金并不多。

对冲基金的缺点

对冲基金又有哪些缺点呢？对冲基金的最低认购金额较高（例如100万美元甚至更高），而有些对冲基金不允许新的投资者加入（尤其是有着优秀交易记录的基金）。

投资者即便能够支付得起最低认购金额，也会面临对冲基金投资的其他各种问题。由于对冲基金主要面向资金雄厚的高级投资者，其监管不如共同基金等其他投资方式的监管严格。缺乏监管肯定会带来问题，很多对冲基金市场参与者都有着欺诈行为。

除了缺乏监管，对冲基金另外一大问题是规模。一些对冲基金在过去几年吸引了巨额的资本，基金经理很难对资本的流入说“不”。毕竟，对于经理来说，基金规模达到数十亿美元时，2%的管理费用会是相当的可观。但是规模较大的基金最终会损害投资者利益。基金经理会向新的资产领域扩张，并且承受更高的风险。

对冲基金分散投资也会存在问题。很多投资者没有能力同时对多支基金进行投资。为了应对该问题，投资者可以选择“对冲组合基金”，该基金的经理从众多的投资者手中获取较小数额的资金，将资金集合在一起。这样的话，将资本投向不同的基金变得更加容易。但是对冲组合基金也有其缺陷。首先，该基金进行双重收费，而这会降低收益率。其次，对冲基金中的基金经理有很大的影响力，投资者无法知道经理作出的决策是否正确。换句话说，对基金经理进行背景调查，对投资者而言非常重要。

即便拥有了上述的防范措施，对冲基金依旧存在风险。由于对冲基金是私人合伙制企业，所以基金几乎没有义务披露相关的信息。基金财产和投资战略通常被认为是基金的专有信息，投资者对相关信息了解甚少。同时，对冲基金存在所谓的“锁定期”，投资者在该时期内（例如一年）不得赎回其基金股份。此项规定减少了投资者在短期内大量卖出股份造成的不利影响，从该角度看，锁定期的存在有利于投资者。但是也有例外情况。2008年的情况就是一个例子。当时，市场行情下跌，（由于基金处于锁定期）而投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



者无法处置其基金。

交易所交易型基金

与共同基金一样，交易所交易型基金（ETFS）也集合了投资者的财产，并将其投向股票和债券市场。但交易所交易型基金不采用资产经理的主动管理，而采取的是指数化（例如标普 500 指数）的管理战略，因而与主动式管理的共同基金相比，其管理成本相对较低。例如，以股票为基础的交易所交易型基金的典型费用比率是 0.4%，而以国际市场为重点的基金费率也只有 0.5%。

交易所交易型基金也可以在股票交易所进行上市交易。也就是说，在开放的市场条件下，投资者可以买卖和做空交易所交易型基金（佣金与典型股票的交易佣金相同），进行日常交易。同时，一些风险管理战略，例如斩仓和限价指令，也适用于交易所交易型基金，因此投资者获得资本利得的机会增大。换句话说，交易所交易型基金能够很好地避税。

交易所交易型基金对于卖空投资者非常有用。关键原因在于投资者可以利用交易所交易型基金捕捉各种获利机会。投资者可以做空交易所交易型基金，而该基金所关注的行业可能是生物科技、公用事业甚至是太阳能。投资者也可以用交易所交易型基金对外国市场进行操作。像吉姆·卡诺斯这样的顶级卖空者已经涉足了外国市场业务。吉姆·卡诺斯认为，中国的房地产行业存在着由过多债务驱动的巨大泡沫，泡沫一旦破裂，中国股价就会大跌。他甚至声称中国政府在伪造数据，真正的经济增长率并没有那么高。

但是吉姆·卡诺斯很难找到做空中国的有效方法。当然，他可以使用中国的交易所交易型基金。但是由于他的投资金额巨大（卡诺斯管理着 60 亿美元的资金），卡诺斯不得不寻求其他的交易方式。其中一个方式就是选择那些会从中国经济衰退中受到负面影响的行业，也就是煤炭、建筑和其他基础设施行业，当然他也可以寻找到涉足这些行业的交易所交易型基金。

全球市场上另外一大颇受欢迎的做空机会是 2010 年的欧洲债务危机。市场担心葡萄牙、西班牙和希腊等国家最终会发生债务违约，市场的焦虑情绪造成了这些国家债务利率急剧上升，欧盟不得不出台政策，竭力避免发生重大问题。在此情况下，投资者为了从欧债危机获利，所以大举做空了交易所交易型基金。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



逆交易所交易型基金

2006 年，华尔街推出了“逆交易所交易型基金”（inverse exchange-traded founds），这表示，如果指数上升 1%，交易所交易型基金就会下跌 1%。换句话说，逆交易所交易型基金是在做空指数，而做空的方式是使用含有期权和期货的复杂交易战略。因此，实际上的关系并非是 1∶1，但是接近于 1∶1。

华尔街的创新并未停止。后来金融市场上出现了使用金融杠杆的逆交易所交易型基金。例如，指数价格每下降 1%，“2 倍杠杆逆交易所交易型基金”就会上升 2%。市场上甚至出现了 3 倍杠杆率的基金。无杠杆逆交易所交易型基金可以相当有效地应对投资主题，而有金融杠杆的该类基金则波动性会比较大，因此，投资者在投资过程中应当保持谨慎。

无保护的卖空

如果投资者做空了某只股票而实际上并没有借入该股票，这就是所谓的“无保护的卖空”（naked short selling），也称做“交割失败”的交易。投资者进行此交易原因在于其难以借入股票，或者是卖空成本过高。然而在美国及其他国家的股票市场，无保护卖空交易是非法的。美国证券交易委员会出台了 SHO 条款，禁止无保护的卖空交易。

为何禁止无保护的卖空？因为此项交易允许无限的头寸状态存在，并可最终导致股价下跌。事实上，2008 年金融危机时，就有针对该问题的批评之声。无保护的卖空交易仍然颇具争议。很多公司和交易员认为无保护的卖空交易已经很普遍了，但相关的法律落实不到位。事实上，“交割失败交易”的交易量突然上升，而这可能意味着股票被大量地进行无保护卖空交易。例如，SHO 条款列出了“门槛证券名单”，上榜的股票在五个交易日有超过 0.5% 的流通股交割失败。具有讽刺意味的是，卖空者认为此名单恰恰提供了较好的卖空交易对象。

对于个人投资者而言，最为常用的基金就是共同基金。同时，市场中性和买/空股票导向型基金也都是不错的选择。当然，投资者需要进行充分的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



调研，尤其要调查经理的业绩和背景。

我们将在下一章讨论特殊情况下的卖空交易，包括做空证券首次公开发行（IPO）、科技公司和外汇。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十五章　特殊卖空情况

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

关键概念

- 探讨提供卖空机会的特殊股票种类，如技术股和首次发行股
- 如何卖空外汇

有几种股票通常很受卖空者青睐，包括首次发行股、分拆、金融公司和技术公司的股票。这些类型的公司变动情况通常很特殊，特别是在风险方面。所以，如果卖空者对这个领域轻车熟路，则会得到丰厚的回报。另外，还有一个市场领域受到卖空者的欢迎：外汇。寻求海外收益的卖空者尤其如此。但就像任何一个投资领域一样，这些领域的卖空机会都有其复杂和独特的交易战略。

卖空首次发行股

首次发行股是公司首次对外公开发行的股票。公司通常要满足一系列要求才能吸引股东投资。以下是其中一些要求：

首次发行股的要求

- 收益超过 1 亿美元
- 盈利或接近盈利
- 强大的管理团队
- 稳固的业务
- 增长强劲，比如收益以两位数增长

可以看出，以上指标反映出一个典型的增长型公司。当然了，一些首次发行股票的公司短期内就成长为巨型公司，如微软、星巴克和 eBay。

首次发行股进行过程

让我们通过一个事例来看看首次发行股如何进行。假如 XYZ 公司符合了上市要求，并希望筹集更多资金。那么 XYZ 公司会与华尔街公司，即“证券包销人”会面，如高盛、美林和摩根士丹利。这些公司会对 XYZ 公司作展示报告，争取参与到该公司首次发行股票的活动中来。接下来，获胜的公司会对 XYZ 公司进行必要的调查。证券包销人要确保 XYZ 公司的财务状

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



况符合公认会计准则（GAAP）的要求，而且其经营计划能够吸引投资者。

XYZ 公司和证券包销人会一起起草招股说明书。这是一个很长的文件——通常长达几百页——包括必须对投资者披露的信息，如财务状况、经营计划、主要协议、高管薪酬等。然后，XYZ 公司将文件上交给证券交易委员会。几个月后，证券交易委员会评估 S-1 文件，XYZ 公司作出相应的修改。所有问题都解决后，证券交易委员会宣布招股“生效”。这意味着 XYZ 公司可以向公众出售股票。

在此之前，公司和证券包销人会进行“路演”，向全国的投资者作展示报告——也可能是几个国家（参看 www. retailroadshow. com）。投资者会提出问题，表达投资意向。证券包销人可以通过路演了解投资者对发行股的需求，并设定价格范围。首次发行股一般可以筹集 1 亿～2 亿美元资金。但有趣的是，证券包销人经常将首次发行股的价格调低。为什么呢？这样可以在交易日的第一天轻易创造一个幅度为 20%～30% 的价格坡峰。价格调低还能鼓励投资者投资，以及促进公司的公关拓展。

不过，请记住这种战略有时会产生反效果，导致价格极端过高。网络潮时就发生了这种情况。比如，1999 年 12 月，VA Linux 的首次发行股首次交易日增加了近 700%，而当时该公司处于亏损状态。几年后，股价跌至一美元以下。这虽然是一个极端的例子，但说明了首次发行股的重要特征：许多以失败告终。竞争可能会更加激烈，或市场潜力没有预想的那么大，或者出现产品延迟等失误。

卖空者需要注意卖空首次发行股存在一些技术障碍。事实上，交易的第一个月里对首次发行股卖空几乎是不可能的，因为经纪公司需要时间获得足够的可借股票。但这通常不是问题，因为卖空者还有其他的机会。

另一个关键因素是看证券包销人的水平，这通常是首次发行股成败的预示。如果有顶级证券包销人涉入，则可将风险降到最低。如果证券包销人缺乏经验或不太知名，卖空者一定会很感兴趣。他们通常会查看总体业务记录。

最好首次发行股和直接首次发行股

如果一个公司推出“最好的首次发行股”（best-efforts IPOs），卖空者应该有警觉。公司通常采用的是“公司承诺发行股”的方法。这种情况下，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



证券包销人承诺从首次发行股中获得收益。但是如果采用“最好的首次发行股”来发行股票时，证券包销人不会承诺什么，所以这表示证券包销人看到了公司的风险。

另一种有问题的发行方式是“直接首次发行股”（direct IPOs）。这种情况下，公司甚至不通过证券包销人，而是自主发行。这样会给投资者带来很大风险，因为没有证券包销人对公司进行调查。另外，这种方式也缺乏分析员报告等售后市场支持。所以，这种股票的表现通常很弱。

评估首次发行股

评估首次发行股时，卖空者会花很多时间分析招股说明书。虽然招股说明书通常很复杂，但也有一些地方可以发现危机。其中值得注意的一处是“管理”部分。这部分可以看到高管和董事会成员的个人经历。卖空者会考虑以下问题：他们有丰富的行业经验吗？他们有多少与上市公司相关的背景呢？新上市的公司里经验不足的管理者最终作出错误决策的情况在业内并非罕事。

另一个有用的部分是“竞争”。这部分会提到公司的主要竞争对手——甚至是直接竞争对手。公司有与众不同的产品或服务使之在竞争中脱颖而出吗？如果没有，那么这个公司很可能要承受一个艰难的销售环境。宽带电话服务提供商沃纳吉（Vonage）公司就是这种情况。虽然这个公司有良好的品牌和低廉的服务，它还是不能应对竞争。首先，大型电信公司可以通过提供包括有线电视和无线网的捆绑服务等方式来与它竞争。其次，它还要应对来自威瑞森（Verizon）公司的专利诉讼。所以，沃纳吉要在今后几年以昂贵的方式解决这些问题。换句话说，卖空者阅读招股说明书中的“诉讼”部分也是非常重要的。

卖空者还要看“锁定期满”，许多首次发行股都有这一项协议条款。它禁止公司员工和关键投资者在股票发行的前 6 个月内售出股票。这样做是为了防止投资者恶意抛售股票。但锁定期满后，之前受到抑制的股票售出需求必然会变得非常强烈。卖空者可以趁机交易，谋取利润。

另外，卖空者还会看股票发行过程中是否有“售出股东”，即公司的员工在首次发行股时出售部分或全部持股。如果售出的股数占发行量的 20% 或更多，卖空者就会关切，因为这表示对公司的信心不足。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



另一个危险信号是“私募股权抛售”。私募股权的公司毕竟已经用大量债务来购买公司本身，因此它会努力削减成本和减少信贷杠杆。几年后，私募股权公司会尽全力让公司上市。在多数情况下，股票发行得到的现金会用于支付公司债务。不过，私募股权公司继续出售股份还是会对股票产生压力。另外，债务的风险依然存在。2008 年信用市场冻结就是这种情况。

最后，卖空者会考虑“首次发行股循环”。股市有定期“窗口”，这时的市场环境是牛市，股票发行前景较好。但证券包销人为了得到最好的结果，通常着重关注高质量公司。不过，这种好机遇会随着时间流逝而越来越难找，首次发行股的质量也会降低。这是卖空者的好机会。

分拆和追踪股票

公司壮大后，经营的难度也会增加。某项业务的增长前景也许会变小，或者其需要的资金投入会增加。为了解决这种问题，公司可以决定分拆上市，有时会涉及多个分支公司。

就像首次发行股一样，分拆必须向证券交易委员会提交招股说明书。所以，投资者可以用分析公开发行股票的方法分析拆分股票。但卖空者仍然需要小心。

有以下几个原因可以说明拆分是一种很好的投资。首先是忽略。作为较大公司的一部分，分支公司可能不会得到太多关注和资源。另外，通常存在冲突问题。母公司可能会使子公司发展新客户变得相当困难。比如，美国电话电报公司拥有朗讯——一家出售电信设备的公司——时，一些有潜力的公司不愿与朗讯有业务往来，因为这可能会使美国电话电报公司在将来成为这些公司的一个强有力的竞争对手。但是当朗讯独立后，这个问题就不存在了。所以，拆分后的股票走势很乐观。另外，拆分公司可以用其股份筹集更多资金或收购其他公司，还可以通过股票期权或股份奖励去激励雇员。

那么，卖空者会关注什么呢？有以下几个信号：

分拆股份中需要注意的几个危险信号

■ **资金**：母公司会在拆分中筹集资金。但是，这笔钱会用在哪儿？如果其中大部分归于母公司，则子公司一定会有问题。

■ **负债**：母公司有时会将一大笔债务转移给拆分子公司，这无疑会增加子公司的风险。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



■ **增长**：分拆子公司的增长状况如何呢？母公司拆分子公司是因为其增长前景暗淡吗？

拆分通常包括两部分。首先，其中20%的股权会出售给公众。其次，母公司会在之后的几个月内发行剩余的股票。为什么采用这种结构呢？这样，母公司进行交易时才不用缴税。不过，剩余的股票发行可能会抑制股价。所以，这对卖空者来说是个机会。

但在一些情况下，母公司会使用“追踪股票”（tracking stock）。这意味着母公司仍然控制拆分，但会为公司创造一种新股票。一个大型公司想要跟上总趋势时会采取这种措施，就像通用电气公司在网络公司潮中表现的一样。为了谋得更高股价，该公司为其网络分公司 NBCi 创造了追踪股票。这只股票事后证明对投资者毫无用处。

追踪股票还有其他问题。比如，它没有接管价值。毕竟，母公司对资产还有控制权。请记住，追踪股票没有自己的董事会，它是在母公司董事会的管辖之下。通常追踪股票在股价下跌后，母公司会以低价再购回。而股东对此无能为力，因为他们只占少数派。

金融公司

吉姆·卡诺斯等卖空者在卖空金融公司方面取得了巨大成功，因为杠杆较高。当然了，只要公司贷款和其他投资良好，一切都安好无事。但情况不是总这么乐观。所以，当资产质量出问题时，金融公司的股份很容易被彻底摧毁。2008年，数百家银行遭遇了这种情况，因此他们急需《联邦问题资产救助计划》（TARP）来摆脱困境。另一个例子是20世纪80年代末的储蓄和贷款危机，陷入危机的银行同样需要政府的帮助。

金融公司的财务报表很复杂，以致许多投资者将不会花必要的时间了解其中错综复杂的内容。所以，聪明的卖空者通常能发现市场普遍忽略的问题。

卖空金融公司的股票时，耐心是非常重要的。当经济发展强势时，信用普遍易得，甚至是低质量的金融公司也不例外。卖空者需要等待信用减弱的信号出现，对于占金融公司资产很大一部分的居民和商业房地产来说尤其如此。同时，卖空者也会进行较深入的调查。比如，卖空者会寻找房地产市场最脆弱的部分。2006～2007年，加利福尼亚、亚利桑那和佛罗里达州普遍

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



出现了这种情况。这时，卖空者会寻找在这些地区有业务的金融公司，再确定其资产的质量。这家金融公司有高风险客户吗？他们次级抵押贷款水平如何？当然了，这表现为房地产市场陷落时的价值暴跌。

另外一个警示是“证券化”，即金融公司汇集其贷款后卖给华尔街公司。这些证券会在证券市场上交易。但如果一个金融公司无法证券化贷款，那么这是一个重大危险信号，说明华尔街对其失去信心。

技术卖空

技术公司的发展可能经历大起大落——这对卖空者很有吸引力。许多技术公司最终以失败告终。捷威电脑公司（Gateway）就是其中之一。这家公司较早进入个人电脑市场，击败了许多竞争者，此外，该公司还应用了低成本战略和高效的营销技术。但它做了几个错误的举措，如进入零售业等。而且，其个人电脑质量问题也层出不穷。因此随着时间的流逝，捷威电脑公司逐渐衰落了。

另一个典型例子是网景通信公司（Netscape）。该公司依靠其革新性的浏览器掀起了一场网络革命，很快成为技术巨头。但很显然，它在挑战微软在操作系统方面的主导地位，而这引起了一场争斗。最终，微软推出新举措，各个版本的 Windows 系统都可以免费使用该公司的浏览器。这对网景是个重大打击。另外，它的没落还在于该公司的一些战略性错误，如进行有争议的兼并和推出低质量的产品。

但技术公司里最有趣的事例也许是苹果公司。20 世纪 90 年代，这家先驱电脑公司慢慢落后了。公司不断亏损，产品线也很混乱。而这一时期的微软和英特尔公司却占据了大量的技术业务。20 世纪 90 年代末，苹果公司的创始人史蒂芬·乔布斯回到该公司。他进行了艰难的改革，如裁员和精简产品线。事后证明这个战略是成功的，苹果公司最终成为最有价值的公司。

不过，技术公司重组不太常见。因为对公司来说要同时应对新的竞争者和重建产品线是相当困难的，而且当公司采取这些举措时通常为时已晚了。所以，卖空者会尽力寻找正处在主要过渡期的技术公司。它的亏损和股价下跌要过一段时间才会显现，不过显现的可能性相当大。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



卖空外汇

近年来，外汇交易（FX）发展迅速。日交易量已从 2004 年的 1.9 万亿美元增长到 2010 年的 4 万亿美元。事实上，外汇市场是世界上最大的市场。[①] 其中的原因有许多。首先，货币代表着进入新市场的一种途径和支撑多样化一种方式。另外，美元的不确定性越来越大，所以投资者寻求应对贬值风险的方法。而且，电子交易的发展也刺激了外汇交易。

这部分市场对卖空者的吸引力也很大。比如，他们可以利用外汇交易战略从问题国家的货币贬值中受益，比如 2010 年的欧洲。尽管如此，美元依然是全球最常用的货币，因为全球 85% 的交易都是由美元来结算的。

外汇交易市场

外汇没有正式交易所，而是在“柜台市场”交易。这意味着投资银行和其他金融机构只能协助投资者进行交易。当然，外汇交易不仅仅是投机者赚取利润的手段，也是国际贸易的基础。事实上，许多大公司利用卖空外汇来保护其利润不受外汇价格变动影响。

中央银行也是外汇市场上的重要参与者。它们定期买卖外汇，以推出货币政策，如适度调节通货膨胀。无疑，国际货币的变化会对一国的经济产生重大影响，因为该变化可能会导致一国利率的变动，或者引来国外公司的竞争。

外汇交易

外汇交易很特殊，涉及两种货币之间的相对价值。这被称作“对”（a pair）。比如，美元升值是一种模糊的说法，它必然是与另一种货币相比升值了，比如欧元。这时，你可以参看“美元/欧元对”。前一种货币叫做“基准货币”，后一种货币叫做“报价”或“相对货币”。常见的“对”有

---

① http://online.wsj.com/article/SB10001424052748704421104575463901973510 49.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



美元/日元、美元/英镑和美元/瑞士法郎。卖空者可以卖空这些“对”。卖空一“对”时，即表示基准货币与报价相比会下跌。

交易货币对的方法有很多，包括期权、期货以及40多种各类货币交易所交易型基金。货币对以“点数”（pips）交易，这是最小的价格变动值，一般是1%的1%。不过，有些“对”有自己的比率（比如日元）。这些点数看似很小，但在外汇市场上，一个小小的变动会带来外汇“对”市价的大变动。这是因为外汇市场使用的杠杆率较高。比如，假设头寸的比率是400:1。那么，如果币值代表100000美元，你只需投入100美元。因此，当货币“对”有1%的变动时，增加额就是1000美元。因此，投资者需要谨慎交易，因为在较短时期内迅速失去一切的情况屡见不鲜。外汇交易者会采用风险管理技巧，如第十章里介绍的止跌保护。

外汇交易者还必须应对潜在的利息成本。比如，日本的利率是0.5%，而欧盟的利率是4%。买空欧元的投资者就要承担其中3.5%的差额成本。但交易的另一方就会从这3.5%的差额中受益。利息成本促使大多数交易者将其注意力放在短期头寸上，而所谓的短期也就是几天的时间。

利率变动必然会对货币价值产生重大影响。一国的利率上升时，货币一般会升值。主要原因是，全球的投资者都会购买这种货币，以获取高额收益。所以，外汇交易者都会密切关注主要中央银行的政策，因为这些政策会带来利率变动。

从本章可以看出，有不同种类的利基可供卖空者选择。而卖空者通常主要选择其中之一——如金融公司或技术公司。毕竟，要找到投资机会需要进行很多行业调查。

下一章里，我们会谈到风险管理。风险管理常常被忽视，但从潜在变动水平和交易成本的角度看，它对卖空者来说极其重要。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十六章　风险管理

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

关键概念

- 风险的不同种类
- 应对投资组合中的风险
- 个人交易的理想投资管理

高盛公司是世界上最大的交易者之一。2009 年，该公司在 131 个交易日内获得至少 1 亿美元净交易利润，然而该公司在 2008 年只用了 90 个交易日便赚取了同等数额的利润。当然，高盛是在高度成熟的投资平台和人才汇聚的交易人员团队的帮助下才能在复杂的交易环境中获得这些利润的。此外，高盛公司成功的另一个关键因素是其优秀的风险管理体系。为了实现可靠的风险管理，该公司每天都会衡量其总体交易风险——“风险价值”，即估测一天内可能亏损的数额。有趣的是，高盛一天内亏损最多的日子是在 2009 年，当天的亏损高达 1.53 亿美元。

对于一个成功的卖空者（高盛公司的交易人员常常涉入这种交易）来说，风险管理至关重要。有效地实现风险管理有两种途径：投资组合管理和交易规则。首先，我们需要理解风险的概念，这一点非常重要。

投资风险的种类

对于投资者而言，市场上存在着各种各样的风险，所以了解这些风险十分重要。对于风险的理解，我们可以从投资类型的角度来审查。首先我们来看一下股票类投资的风险。

股票风险

“公司风险”是最重要的股票风险之一。公司不能持续其经营模式时，便会产生这种风险。这种风险可能是由错误的管理决策、竞争，甚至行业内的重大变动而导致的。但是，不管导致这类风险原因如何，公司风险都会对股价产生重大影响，而且要重新获得投资者的支持通常需要很长时间。

另外，还有“市场风险”。当市场风险出现时，即使公司运行良好也无

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



济于事。原因是整个市场——或行业——可能处于熊市阶段。这种情况下，许多股票都会下跌。

最后，股票还有一个比较隐蔽的风险——“通货膨胀”。当通货膨胀发生时，经济体的总体物价水平会上涨。所以，如果一项投资的回报是5%，而通货膨胀率是7%，那么投资者实际上承担着2%的负回报率。20世纪70年代，投资者遭受了重大损失，因为通货膨胀率数度升至两位数。事实上，通货膨胀通常会导致经济不稳，而这会使公司更难运作。

固定收入风险

固定收入是另一种庞大资产类别，并且有其自身的投资风险。“利率风险”是其中一项重大风险。一般来说，利率增长会降低现有债券投资的价值；反之则相反，因为需要通过调整来增强竞争性。如果投资者可以购买另一种——类似的——收益率为4%的证券，那么他/她为什么要进行收益率为3%的投资呢？按规则，债券的期限越长——即清偿债券的时候——其对利率风险越敏感。不过，降低投资中的利率风险的确是可能的。这通常是通过卖空利率互换进行。不过，一般只有资深机构的投资者才卖空利率。

利率风险会导致另一个风险：“再投资风险”。如果利率降低，你从债券偿付中得到的现金可能会再投资到低收益的证券中。结果会造成你投资的总体回报降低。

固定收入证券还有“违约风险”。一个公司发行债务——比如债券——它需要进行“信用评级”。这是来自第三方的一个评估，确定发行人能够进行必要的偿付。主要的信用评级机构包括标准普尔公司、穆迪公司和惠誉信用评级公司。评级从高级级别到垃圾级别不等。评级越低，利率越高，风险也相应越高。

如果债券是政府发行的呢？那么就会有“国家风险”，即国家毁约的可能性。这种可能性非常小，但一旦发生，影响是巨大的。即便只是存在国家毁约的可能性，也能导致债务证券的价值下跌。比如，2010年，希腊政府难以支付债务，就出现了这种情况。其他国家，如阿根廷和俄罗斯，曾经真正地对债券毁过约。

固定收入证券的另一个风险是“清算风险”，这意味着卖出证券极其困

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



难。原因可能是投资者自身风险程度太高，或者是出现了金融恐慌。比如，2008 年发生的金融恐慌就带来了清算风险。清算风险太高时，证券的价值会大幅度缩水。而且几乎没有买家愿意购买价值很低的证券。

最后是“对手风险”。这种风险主要是针对机构投资，如信用违约互换。这种衍生工具是买家和卖空者之间的契约。如果一方拿不出资金偿付交易，市场便会产生震动。2008 年的金融风暴中就出现了这个问题。当时，美国国际集团进行了许多此类互换。为了保护金融体系，联邦政府最终为这个公司提供了救济。

机会成本、杠杆、固执

我们会依次谈及这些话题。

机会成本

谈到风险，投资者经常想到潜在的投资亏损。这当然是需要考虑的一个主要方面，但投资亏损不是风险带来的唯一后果。其中经常被忽视的一个是“机会成本”。比如，2008 年的金融风暴中，许多对冲基金损失了大量资金。结果，到第二年的时候，它们没有足够的资金重新投入到市场。所以，它们没有捕捉到 2009 年大部分的市场机遇。

但沃伦·巴菲特等投资者并没有这样做。金融危机时，他以低价投资了顶级公司，如高盛公司和通用电气公司。事后证明，这些投资大获成功。事实是，巴菲特当时持有大量现金。诚然，现金即使产生回报，一般也很少。但如果有足够多的现金择机投资，则会大有所获。

杠杆

采取保守的投资途径应对风险通常意味着避开杠杆，或借入大量资产进行交易。这会增大回报，但在不景气的市场上会有相反效果。有时，投资者可能会因为杠杆而一败涂地。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



固执

最后，一些投资者不肯承认交易失误。但市场不会管这些。固执（stubbornness）可能会导致重大损失。伟大的交易者不会爱上他们的投资。

投资组合管理

卖空者很容易低估投资组合的总体风险水平。但是，卖空有一些潜在的重要风险。所以，定期评估投资组合的风险非常重要。表 16－1 说明了风险管理的重要性。

表 16－1　　风险管理的重要性　　单位：%

投资组合风险	恢复比例
30	42.9
40	66.7
50	100
60	150
75	300

换句话说，如果你的投资组合下跌 50%，你需要获得高达 100% 的回报率才能换回最初价值。不需说，这非常困难，而且试图补偿重大损失可能会导致更大的风险。

卖空者的风险管理战略

涉及卖空以及普通的投资时，有一些有利于风险管理的战略。这些战略通常依赖于投资者的经验。

以交易生手为例。这种人开始卖空时，最好谨慎行事，可以先作一两笔交易，比如占投资组合的 2% 以下。更重要的是，交易者需要经常监管交易。如果交易一周内上升了 5% 左右，则最好取消交易，衡量事态。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



一位经验丰富的交易者会不断优化技巧，这不仅包括好股票的挑选，还包括交易规则。对于这样的交易者，投资组合里的卖空比例可以达到10% ~ 20%。如果交易者确定股市向熊市方向发展，则这个比例可以更高。但交易者也会尽力将任何一种持仓对整个投资组合的影响降到最小。

一种方法是遵循“2%规则”，即任何一种持仓占投资组合的比例不超过2%。事实上，这个规则通常被误解。比如，你的投资组合里有100000美元。投资者会认为2%规则意味着原始持仓不能超过2000美元。这是不正确的。2%规则代表的是持仓的风险比例。再看这个例子，比如你以每股40美元的价格卖空100股XYZ公司的股票，而你把买入止损定在45美元。也就是说，如果股价到了45美元或更高，你就补回空头。那么你的风险就是大约每股5美元，共计500美元，只占投资组合的0.5%。换句话说，根据2%规则，你可以卖空400股。

另外，还有一种叫做“6%规则”的方法。如果你本月的亏损达到6%或更多，你应该至少停止交易一个月。同时，你最好重新评估投资组合里的所有持仓。是不是有一些交易达不到你的标准，应该放弃呢？

交易规则

交易规则是针对空头的战略，包括几个重要因素。首先，每个交易都需要一个“投资理论”，即理性地说明为什么这种持仓最后会盈利。对于许多卖空者来说，这包括广泛的基本分析。比如，卖空大师吉姆·卡诺斯就利用下面的方法论：

吉姆·卡诺斯的基本分析

■ 这家公司的发展主要是因为迎合了潮流，但有迹象表明其增长势头不稳，而且公司的销售量和利润可能会猛跌。

■ 一个行业由于债务过多而经历了重大泡沫。20世纪90年代后期的电信行业和2007年的房地产行业都经历了这种情况。

■ 卡诺斯对任何会计诈骗十分警觉。事实上，他能够发现臭名昭著的丑闻。比如，安然公司、世界电信公司和泰科国际有限公司的会计诈骗都是他发现的。

■ 这个行业是否正因为技术而经历一次分裂呢？这对现存的经营者来说打击是巨大的。请参看百视达影视公司和柯达公司的情况。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



当然，卖空战略有很多。比如，卖空者可以着重考虑“图表分布”(chart patterns)。另外，卖空交易机会可能不具备你方法论里的所有要素。但这也没关系。只要有几个明显的要素，就足可以选择空头。

卖空者会考虑交易的“权重”。如果一次交易成功，并且其持仓价值占据投资组合的一大部分的话，那么这就会加重整体风险水平。所以，如果你的风险管理政策清楚地说明一次空头收益不能超过整体空头收益的2%，那么你应该认真考虑均衡持仓。这项原则很好——也意味着你总能赚取一些收益。

所有的交易，尤其是卖空，都需要某种“退路”。当投资论不能应用时，这就更为重要。比如，公司的销售量开始增加，或公司有重大的积极发展（比如新产品发布）时，交易者可能开始补回空头。否则，你可能会在卖空操作中遭受损失。究其原因，或许你没有正确地分析公司情况，导致投资错误。这种情况下最好的做法是补回空头。

无疑，卖空规则需要许多分析、规划和追踪。但成功的卖空者会这样做，因为这会帮助他们在较低的风险下获得较高的收益。

限损委托

限损委托是交易者控制某种持仓风险的方法。如果一只股票达到或超过某个价位，可以发送委托进行交易。在卖空中，这又叫做“止买限损委托”(buy stop-loss order)。当然了，限损委托有一些限制。首先，经纪人不能对一些股票提供限损委托，特别是在柜台市场交易的股票。另外，经纪人可能对这种服务收取较高的费用。

尽管如此，限损委托仍然对降低风险来说很有效，许多经验丰富的卖空者都经常使用这种方法。当然了，你也能进行“心理”限损委托（mental stop-loss)，即自行交易。不过，如果你与经纪人设定一个限损委托，那么你的交易就更有原则性，这对降低卖空风险很关键。

你应该在什么时候设定限损委托呢？我们前面提到了2%规则。根据此规则，你应该把限损委托设定在高于原始空头现值2%的价位。

当然了，这只是一个指导性原则，还要根据股票情况不同而作具体分析。比如，某只股票可能波动较大，每天的交易可以轻易达到1%～2%。这时，你的限损委托会迅速增加。这样，你可以将幅度提高到5%或更高。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



但如果几只股票都是这样，这或许预示着你的投资组合风险很大。换句话说，你对这种持仓应该多加小心。

另外，卖空者会经常用到“移动止损”（trailing stops），即随着持仓升值而调整止损。比如，你以每股 20 美元的价格卖空 XYZ 公司的股票，将止损价格定在 22 美元。一个月后，股价下跌到 18 美元，你可以获得每股 2 美元的收益。这时，你可以把止损委托调至每股 20 美元。但如果股价上升，你就不能将止损委托向上调整，考虑到风险管理，你应该启动止损委托，终结持仓。

尾部风险

2008 年金融风暴后，许多对冲基金继续亏损，部分原因是市场变得难以驾驭。比如，资产类别之间的传统关系无法预测。另外，机构投资者不断从基金中抽取资金，特别是那些记录不良的基金。

一般来说，大多数投资者希望找到一些低风险的基金。这些基金被称做“尾部风险”（tail risk）基金，理论基础是纳西姆·尼古拉斯·塔勒布的畅销书《黑天鹅》中讲到的“黑天鹅”概念。黑天鹅主要是针对一种误解而言的——即天鹅是白的。但事实并非如此。事实上，世界上有许多黑天鹅。所以，从股市的角度来说，黑天鹅事件就是投资者忽略的东西，因为它被认为是最坏的结局。这种事情什么时候发生呢？不幸的是，市场历史上——尤其是过去的 20 年里——经历过几次黑天鹅危机，不管是在股市还是在其他领域（如房地产）。

从数据看——对冲基金的投资者更希望看到数据——黑天鹅概念也被称做“肥尾”（fat tail），即钟形曲线的外凸部分。“肥尾”预示着投资者需要准备好迎接一次重大的市场混乱。

怎么投资肥尾基金呢？有几种方法。例如，一个基金可能把握市场时机，在熊市信号增强时投入大量资金，也可能卖空投资组合的一部分，如期货或期权。这样，当市场下跌时，这些持仓的杠杆效应会带来丰厚的回报。

肥尾基金的关键劣势是机会成本。你很可能会错过市场的重大机遇。另外，考虑到现金的低回报率和购买期权以及卖空的费用，回报可能为负。现有的肥尾基金屈指可数。不过，如果市场的动荡性继续增强话，那么这就可能成为投资的一个增长点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



宏观风险因素

衡量风险时，许多投资者主要考虑公司的基本面或行业动态。诚然，这些是极其重要的，对交易成功也起着关键作用。然而，挑选理想的股票这还不够，考虑“宏观因素”也很重要，包括货币政策、通货膨胀、失业、国债问题等。在全球金融体系中，宏观因素越来越重要，对证券价格有迅速而重大的影响。

因此，过去几年中，资产种类间的相关性变得更高了。这意味着资产种类倾向于同时上升或下降——甚至其上升或下降的幅度也大致相同。结果是，多样化变得极其困难。毕竟，多样化有助于降低风险，因为有些投资会升值，而另一些会贬值。所以，理解了宏观因素，就更容易避开投资组合里的风险。同时，卖空选择也会更多。

从表面看，风险管理的方法似乎杂乱无章。但如果你着重研究某些关键战略，如将投资组合里的个体持仓降到最低和采用止损措施，那么你就一定能够降低风险。不过，降低风险最重要的一点还是要坚持原则。假以时日，你一定能娴熟地运用各种风险管理战略。

本书余下的部分里，我们会为卖空者介绍一些资源，并提供一份术语表。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

术语

【应收账款（Accounts Receivables）】 公司向客户赊销产品而产生的销售额。应收账款也属于一种资产。不过，卖空者经常把应收账款突然增加视为一个不好的预兆。

【腾落股线（Advance-Decline Line）】 每天上升股数和下降股数的差值。它通常被称为“反向指标”，因为如果腾落股线大幅上升，那么股市可能已处于巅峰，将要下跌。

【年终财务报告（Annual Report）】 通常是一份华丽的公开文件，内容包括公司的财务状况和公司对未来的预测。卖空者常常努力从这个“来自董事长的信”中找寻问题的蛛丝马迹，比如搜寻“挑战”之类的词。

【审计报告（Audit Report）】 每年，公司都必须进行第三方审计。审计方会用一份报告显示审计结果。卖空者会找寻其中可能存在的问题，比如报告是否“合格”。

【熊式基金（Bear Fund）】 寻找问题公司的共同基金。

【熊市（Bear Market）】 一般来说，股市下跌至少20%时称为熊市。

【卖空浪潮（Bear Raid）】 许多卖空者疯狂地针对一个公司卖空时称为卖空浪潮。一些专家认为2007年到2008年间的金融恐慌中，一些金融公司就遭受了卖空浪潮。

【债券（Bond）】 由公司发行的债务，通常10年到20年到期。到期之前，公司会定期支付利息。

【借入股票（The Borrow）】 卖空者为进行交易而从金融服务公司借入的股票。

【补仓（Buy-in）】 卖空者必须购买股票以平空仓时，称为补仓。

【买方期权（Call Option）】 一种可以使投资者有权在一定时期以一定

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



价格购买 100 股股票的契约。如果标的证券价值上涨，则投资者盈利。

【烛柱图（Candlestick Charts）】 数百年前产生于日本，可以表现股票的价格和数量。

【资本利得（Capital Gain）】 一项投资中价值的增长部分。

【现金账户（Cash Account）】 最基本的经纪账户。

【现金流量表（Cash Flow Statement）】 公司必须公开的信息之一。现金流量表表现公司运行、投资和融资过程中的资金流入和流出。

【破产（Bankruptcy，第七章）】 公司无力偿还债务时，对公司进行资产清算。这通常会导致股东损失所持有的所有股票价值。

【破产（Bankruptcy，第十一章）】 为了使公司继续运行而进行的债务重组。虽然公司可能会生存下去，股东还是很可能损失所持有的全部股票价值。

【普通股（Common Stock）】 代表着一个公司的股份所有权。股东有某些权利，如投票权和可能收到红利的权利等。但一旦公司破产，股东获得收益的可能性最小。

【可转换债券（Convertible Bond）】 公司发行的债务，期限为几年到 20 年不等。公司会持续支付利息。投资者可以通过一个公式将债券转换为该公司一定数量的股份。

【回落（Correction）】 股市暂时性的跌落，幅度在 5% ~10% 之间。

【销售成本（Cost of Goods Sold，COGS）】 公司生产产品的直接成本，主要包括存货和工资。

【对手风险（Counterparty Risk）】 交易中另一方买者或卖者不能遵守协议条款的可能性。这在期权、期货、互换货币等复杂衍生品中较常见。

【补回空头（Corering a Short）】 卖空者平空仓，向最初借入股票的金融公司交付股票。

【流动资产（Current Assets）】 可以在一年内变现的资产，包括存货和应收账款。

【应收账款周转天数（Days Sales Outstanding，DSO）】 表明公司收回应收账款所需的时间。如果应收账款周转天数增加了，公司或许就有一些问题。

【借方余额（Debit Balance）】 保证金账户中来自金融公司的贷款。

【通货紧缩（Deflation）】 经济体中价格水平总体下降。这通常不利于股价，20 世纪 90 年代的日本和 20 世纪 30 年代的美国都经历了这种情况。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



【折旧（Depreciation）】公司用于购买使用期高于一年的设备所花的费用。一些公司会压低这个数额，以使利润显得更大。

【衍生品（Derivative）】买者和卖者之间的协议。每一方都判断某只股票或其他证券的走势。普通的衍生品包括期权和期货。

【股息（Dividend）】支付给股东的款项，基于股价的一定比例按季度支付。

【每股平均收益额（Earnings Per Share，EPS）】公司利润除以已发行股票总数。是华尔街上备受关注的指标。如果公司没有达到季度每股平均收益额预期，则股价可能会下跌。

【有效市场假说（Efficient Market Hypothesis，EMH）】有学术理论称，从长期看，投资者得到的回报几乎不可能比市场平均回报更高。主要原因公共信息会很快影响到股票的价格。

【8－K】公司的一份常规档案，主要记录公司的主要发展，如审计师离职或兼并。

【交易所交易型基金（Exchange-Traded Fund，ETF）】投资于标准普尔 500 等指数的资金池。投资者可以像买卖股票一样买卖指数的基金。

【预购股票价格（Exercise Price）】投资者用期权购买股票的价格或卖出期权的价格。

【美国联邦储备委员会（Federal Reserve Board，The Fed）】美国的中央银行，旨在通过调整利率和货币供应来维持低通货膨胀，确保经济平稳增长。

【融资活动（Financing Activities）】资金流量表中的一项内容，表现公司如何融资，比如出售股票或发放债券，以及股票回购。

【流通股票（Float）】实际交易的股数，比公司的已发行股票（通常有转售限制）数目低得多。

【脚注（Footnotes）】公司会计政策解释，出现在 10－K 和 10－Q 中。

【自由现金流（Free Cash Flow）】经营活动现金流减去资本支出。卖空者关注此指标，因为它能较好地反映出公司的盈利能力。

【期货（Future）】一种协议，可以使投资者有权购买或出售标的资产，如商品或金融指标。投资者需要交少量的协议初始金额，比如 5% 到 10%。这通过保证金账户进行。

【公认会计准则（Generally Accepted Accounting Principles，GAAP）】公司报告财务状况时需要遵守的规则。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



【持续经营（Going Concern）】审计方报告某公司难以偿还债务和继续运营。这是一个重大危险信号。

【毛利润（Gross Profit）】销售收入与销售成本之差。

【指导（Guidance）】公司对自身收益和利润的估算，通常是针对下一季度或下一年度进行。

【对冲（Hedge）】投资者运用卖空或衍生品交易保护投资的不利走势。

【对冲基金（Hedge Fund）】由多位投资者集合在一起的资产。这些投资者通常是机构或富人。对冲基金运用投资战略的空间较大，包括卖空。

【担保契约（Hypothecation）】保证金账户里的一项条款，规定金融服务公司可以把一位投资者的证券再借给其他投资者。

【损益表（Income Statement）】表现公司收益、支出、利润或损失的财务公开报表。

【首次公开招股（Initial Public Offering，IPO）】公司首次公开发行股票。

【内线（Insider）】公司的高管、董事或主要股东。这些人持股的售出会受到限制。

【价内期权（In the Money）】股价高于买方期权的执行价格，或低于卖方期权的执行价格。

【内在价值（Intrinsic Value）】请参看【价内期权】。

【存货（Inventory）】公司里的原材料、在制品和未出售的制成品。

【存货周转率（Inventory Turnover）】一个公司售出存货所需的天数。

【逆交易所交易型基金（Inverted ETF）】一种交易所指数基金，指数降低时价值上升。所以，如果指数降低1%，反转交易所交易型基金则上升1%。

【反转收益曲线（Inverted Yield Curve）】倒置而非向上隆起的收益曲线。联邦存储委员采取紧缩的货币政策时会出现这种曲线。

【投资活动（Investing Activities）】资金流量表中的一项内容，表现设备购买、兼并、软件建设等资本支出活动。

【负债（Liabilities）】公司的欠债，包括应付账款、票据、债券、待付税收。

【限价命令（Limit Order）】购买股票时限定具体价格的命令，这是为了以更有利的价格购买。

【佣金（Load）】投资者购买共同基金时支付的佣金。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



【定位（The Locate）】 指投资者从金融服务公司借入股票以开始卖空交易的过程。

【锁定协议（Lock-Up Agreement）】 与高管、董事和主要股东签订的一份协议，规定首次公开招股后不得出售股份。封锁期一般是6个月，目的是为了防止抛售股票。

【多/空股票导向型对冲基金（Long-Short Fund）】 结合多头和空头的对冲基金。

【保证金账户（Margin Account）】 一种经纪账户，可以使投资者从金融服务公司借入资金或证券。卖空操作必须有保证金账户。

【可作为借贷抵押的股票（Marginable Stock）】 金融服务公司允许借贷抵押的股票，如果一只股票不可作为借贷抵押，则不能进行卖空操作。

【市场广度（Market Breadth）】 参看【腾落股线】。

【市场中立投资组合（Market-Neutral Portfolio）】 多头和空头数量基本对等的投资组合，目的是减少整体市场对投资组合的影响。

【市价盘（Market Order）】 以当时的市价卖空某只股票，虽然不会是最有利的价位，但保证会快速执行。

【最低维持要求（Minimum Maintenance Requirement）】 保证金账户里要求的最低资产数额。如果数额低于该水平，经纪人会要求增加保证金账户里的现金，以达到最低数额要求。否则，经纪人有权清算账户里的资产以偿付贷款。

【移动平均线（Moving Average）】 以图表形式表现平均股价，通常有50日移动平均线和200日移动平均线。投资者根据移动平均线变化判断股票何时上涨或下跌。

【移动平均汇总/分离指标（Moving Average Convergence-Divergence，MACD）】 技术分析的常用指标，其依据是12日和26日移动平均线。

【共同基金（Mutual Fund）】 用于某种投资战略或投资指数的聚合型资产池。一些共同基金也进行卖空操作，如熊市基金和多/空股票导向型对冲基金。

【无保护的卖空（Naked Short Selling）】 投资者不从金融服务公司借入股票就卖空某股票。这在美国和许多其他国家都是非法的。

【资产负债表外的负债（Off-Balance Sheet Liabilities）】 不在公司资产负债表上显示的债务。卖空者会竭力弄清这种债务，以估测该公司财务状况的整体风险。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



【**运营活动（Operating Activities）**】资金流量表里的一项内容，表现公司日常现金活动的流入和流出。

【**价外期权（Out of the Money）**】买方期权的执行价格高于股价，或卖方期权的执行价格低于股价。

【**优先股（Preferred Stock）**】公司的股份。优先股比普通股更占优势，比如，优先股可以优先分红。

【**溢价（Premium）**】买方期权或卖方期权的价格，其价格制定的依据是期权的时间和内在价值。

【**预付费用（Prepaid Expenses）**】提前支付的费用，如广告费、必需品费、租金和保险费。

【**市盈率（Price-Earning Ratio）**】公司的股价除以每股平均收益额，可以以此衡量一个公司股票的价值。

【**上市公司股份的私人投资（Private Investment in Public Equity，PIPE）**】购买公司股票的投资，通常通过相关机构和对冲基金进行。这些证券比普通股更占优势。

【**盈余试算额（Pro Forma Earnings）**】依据非公认会计原则得出的收益。盈余试算额没有标准，公司可能利用盈余试算额制造误导性的财务局面。

【**招股说明书（Prospectus）**】公司在首次公开招股时向投资者提供的文件，包括公司的财务状况和经营计划。

【**委托声明书（Proxy Statement）**】一份公开文件，允许股东在重要问题上投票，如优先认股权计划和兼并。这份文件还会披露高管薪酬水平。

【**卖出期权（Put Option）**】投资者可以在某一期限内（通常是 3 个月）以某一价格卖掉某一公司的 100 股股票。卖出期权会随着标的股票的下跌而增值。

【**季度报告（Quarterly Report）**】也叫做 10－Q，表现第一季度、第二季度、第三季度的财务结果。第四季度的结果在 10－K 中展现。

【**与有关部门的交易（Ralated-Party Transaction）**】公司或高管进行的会发生利益冲突的交易。比如，CEO 与他或她拥有股份的公司达成协议。

【**重新定价（Repricing）**】高管认股时，公司会降低执行价格。这通常会记入收益中。

【**阻力（Resistance）**】股价遇到抛售压力时的股价水平。这是技术分析的一个关键因素。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



【重申（Restatement）】 公司调整其之前披露的财务信息，可能是由虚报或甚至诈骗带来的结果。

【限定用途的现金（Restricted Cash）】 公司不能使用的现金，可能是因为现金为某个客户专用。

【留存收益（Retained Earnings）】 公司自成立起所创造的总收益。

【收益（Revenue）】 公司向顾客出售产品或服务得到的收益，也称为“顶线”（top line）。

【收益确认（Revenue Recognition）】 公司按照公认会计原则的要求报告收益，主要区别涉及收益的数量和定时。

【股票合并（Reverse Split）】 公司减少已发行股票的数量，这会提升股价。股票合并的比率通常很大，如 1∶10。

【风险因素（Risk Factors）】 公司披露的信息中涉及投资者的主要风险，包括诉讼、内部控制问题和激烈竞争。

【萨班斯－奥克斯利法案（Sarbanes-Oxley Act）】 2002 年，为应对安然公司和世界电信公司的财务丑闻，国会通过了涉及广泛的证券法。这项法案加强了对公司信息的披露要求和对违反行为的惩罚力度。

【1933 年证券法（Securities Act of 1933）】 用以规范公司面向公众发行证券时披露信息行为的联邦法律。

【1934 年证券交易法（Securities Exchange Act of 1934）】 规范证券交易的联邦法律，要求公司持续披露信息，禁止虚报。

【证券交易委员会（Securities and Exchange Commission，SEC）】 实施证券法的联邦机构。证券交易委员会可以对虚报的公司提出民事诉讼。

【卖空基金（Short Funds）】 主要进行卖空操作的基金。

【卖空股份总额（Short Interest）】 卖空而有待补回的股票数量。

【卖空（Short Selling）】 投资者向金融服务公司借入股票，然后在股市出售。其目标是以更低的价格买回这些股票以赚取利润。

【保管箱抵押（Shorting Against the Box）】 投资者通过卖空股票以锁定价格。这样，股票的涨跌都不会再对投资组合产生影响。不过，投资者要缴纳资本利得税。

【卖空比率（Short Interest Ratio）】 卖空的股数除以平均每日成交量，表示卖空者补回空头所需的天数。如果卖空比率等于或大于一周，则意味着将有空头逼仓的危险。

【空头逼仓（Short Squeeze）】 由于股价上涨而导致卖空者补回空头。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



这会使股票需求量更大，股票上涨更加强劲。

【短期证券交易限制规定（Short-Swing Rule）】 该制度禁止内线人员在持股期不满 6 个月时从公司的股票交易中受益。

【特殊契约账户（Special Memorandum Account，SMA）】 卖空操作中多余的保证金会存入这个账户。特殊契约账户中的资金增加可以使投资者卖空更多股票。

【分拆（Spin-Off）】 公司将分割的股票对公众发行。

【随机指标（Stochastic）】 一个技术分析指标，变动范围为 0 到 100，表现股价波动的最高和最低值。

【限损委托（Stop-Loss Order）】 委托经纪人在股价到达某一数值时卖出股票。

【街名（Street Name）】 经纪公司保留股票凭证，从而公司可以把股票借给卖空者。

【履约价格（Strike Price）】 买方期权所有者可以以此价格购买 100 股股票，卖方期权所有者可以以此价格卖出 100 股股票。

【堵塞渠道（Stuffing the Channel）】 公司运送大量货物给顾客，以暂时增加销售量。卖空者视之为危险信号。

【支撑价位（Support）】 在技术分析中，当股票处于这个价格时，会吸引更多的购买者。

【技术分析（Technical Analysis）】 运用图表展现股价和股票数量的走势。

【10－K】 公司的一份文件，内容包括公司的年度结果，如完整的财务状况、脚注等。

【10－Q】 一份季度性文件，记录公司的财务状况。

【时间价值（Time Value）】 没有内在价值的期权的价值。时间价值随着期权逼近到期日而逐渐降低。

【泰德价差（Treasury-Eurodollar Spread，TED Spread）】 伦敦银行同业拆放利率和 90 天国债收益率之差。泰德价差增加时，表明投资者更加排斥风险。

【证券包销人（Underwriter）】 管理一个公司首次公开招股的投资金融公司。

【供应商融资（Vendor Financing）】 借钱给顾客以使顾客购买货物和服务的公司。卖空者视之为强势政策和危险信号。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

【可见性（Visibility）】 表示公司对其财务前景的信心。

【波动指数（Volatility Index，VIX）】 波动指数用来衡量每日标准普尔500指数波动率的变动。如果该指数突然上升，表明投资者更加排斥风险。

【收益曲线（Yield Curve）】 短期和长期（30年）债券的收益图表。在正常的经济环境下，图表会呈上升隆起走势。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

感谢本书翻译团队的北京外国语大学各专业硕士研究生对本书翻译付出的辛勤劳动，他们是曹亮、徐冰冰、胡炜、张明超、耿小平、张旭。感谢经济科学出版社的大力支持。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



现在就开始卖空吧！

由于众所周知的原因，卖空变得越来越普遍了！一个明智的卖空战略将为您带来可观收入，同时降低您投资组合的风险。

本书将会指导您在卖空这项激动人心的交易方式中傲视群雄，同时避免典型的初学者失误。卖空领域的专家汤姆·托利将会为你提供一份全面的卖空交易指南，来帮助你熟悉卖空的游戏规则，并且赢得卖空这场比赛。避免令人头疼的复杂理论和过度的技术解释，相反，本书只关注于你在卖空领域所必须了解的基础知识：

☆卖空的各项优点，例如降低整体投资组合的风险，增加投资者在动荡市场环境下的收益；
☆关于分析资产负债表、利润表和现金流量表的技巧；
☆关于管理和分析拥有卖空资产的投资组合的技术。

McGraw-Hill
全球智慧中文化



ISBN 978-7-5141-1279-5
定价：38.00元